

## MITBESTIMMUNGSPRAXIS

Arbeitshilfen für Aufsichtsräte Nr. 8

Das I.M.U. ist ein Institut  
der Hans-Böckler-Stiftung

# INSIDERRECHT

Informationen zum Gesetz über den Wertpapierhandel

Roland Köstler



## AUTOREN

---

**Dr. Roland Köstler**  
Rechtsanwalt, Solingen



## WEITERE TITEL UNTER

---

[www.boeckler.de/52.htm](http://www.boeckler.de/52.htm)



## MITBESTIMMUNGSPORTAL

---

Der Böckler-Infoservice bietet Mitbestimmungsakteuren spezifisches Handlungs- und Orientierungswissen, u. a. Branchenmonitore, Themenradar, Wissen kompakt, Szenarien Mitbestimmung 2035. Jetzt kostenlos anmelden auf:

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



## PRAXISWISSEN BETRIEBSVEREINBARUNGEN

---

Analysen und Gestaltungshilfen, Beispiele aus der Praxis.

[www.boeckler.de/  
betriebsvereinbarungen](http://www.boeckler.de/betriebsvereinbarungen)

## IMPRESSUM

---

### Herausgeber

Institut für Mitbestimmung und Unternehmensführung (I.M.U.)  
der Hans-Böckler-Stiftung

Hans-Böckler-Straße 39, 40476 Düsseldorf  
Telefon +49 (2 11) 77 78-172

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

Kontakt: Dr. Lasse Pütz, +49 (2 11) 77 78-311  
[lasse-puetz@boeckler.de](mailto:lasse-puetz@boeckler.de)

Satz: Setzkasten GmbH, Düsseldorf

### Redaktion

Dr. Lasse Pütz, Referat Wirtschaftsrecht  
Hans-Böckler-Stiftung, Telefon: +49 (2 11) 77 78-311  
[lasse-puetz@boeckler.de](mailto:lasse-puetz@boeckler.de)

### Ausgabe

Arbeitshilfe für Aufsichtsräte Nr. 8, Juni 2018, 4. Neuauflage

ISSN 2366-0449

Nachdruck und sonstige Verbreitung – auch auszugsweise –  
nur mit Quellenangabe zulässig.

# MITBESTIMMUNGSPRAXIS

---

Arbeitshilfen für Aufsichtsräte Nr. 8, Juni 2018

# INSIDERRECHT

Informationen zum Gesetz über den Wertpapierhandel

Dr. Roland Köstler

---

## ABSTRACT

Nach der Finanzkrise sind zahlreiche neue – vor allem europäische – Regelungen für den Kapitalmarkt entstanden. Gerade das Thema „Insiderrecht“ ist für Aufsichtsräte von besonderer Bedeutung.

Der Schutz des Kapitalmarktes und der Anleger erfordert einen gesetzlich geregelten Umgang mit Unternehmensinformationen. Andererseits gibt es Entwicklungen, die Unternehmen immer früher dazu verpflichten, sensible Informationen schnellstens der Öffentlichkeit zur Verfügung zu stellen. Schwierig ist dies vor allen Dingen in Ländern, die das duale System von Vorstand und Aufsichtsrat haben.

Seit Sommer 2016 gibt es hierzu neues EU-Recht, das in dieser Arbeitshilfe unter den Stichworten Insiderpapiere, Insiderhandelsverbote, Veröffentlichungspflicht der Unternehmen und Geschäfte von Führungspersonen dargestellt wird.

<b>1</b>	<b>Einleitung</b>	<b>5</b>
1.1	Historische Entwicklung	5
1.2	Stand der Dinge.	5
1.3	Weiterer Gang der Darstellung im Überblick	6
<b>2</b>	<b>Insiderpapiere</b>	<b>6</b>
2.1	Anwendungsbereich	6
2.2	Insiderpapiere	7
<b>3</b>	<b>Insiderhandelsverbote</b>	<b>8</b>
3.1	Insiderinformationen	8
3.2	Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen	10
3.2.1	Erwerb oder Veräußerung	10
3.2.2	Unbefugte Weitergabe und Empfehlungsverbot	11
<b>4</b>	<b>Veröffentlichungspflicht der Unternehmen (so genannte Ad-hoc-Publizität)</b>	<b>13</b>
4.1	Was fällt wann darunter?	13
4.2	Aber: Aufschub der Veröffentlichung (Selbstbefreiung)	14
4.2.1	Zeitlich gestreckte Vorgänge	14
4.2.2	Die berechtigten Interessen des Emittenten	16
4.2.3	Gewährleistung der Vertraulichkeit	16
4.3	Nachbemerkungen für Arbeitnehmervertreter	17
<b>5</b>	<b>Geschäfte von Führungspersonen und Insiderverzeichnisse</b>	<b>18</b>
5.1	Eigengeschäfte von Führungspersonen gemäß Art. 19 MAR.	18
5.2	Insiderlisten	19
5.3	Handelsverbote während bestimmter Zeiträume	23
<b>6</b>	<b>Übrige Vorschriften</b>	<b>23</b>
6.1	Verbot der Marktmanipulation	23
6.2	Mitteilung-, Veröffentlichung und Übermittlung von Veränderungen des Stimmrechtsanteil an börsennotierten Gesellschaften.	23
<b>7</b>	<b>Links</b>	<b>24</b>

# 1 EINLEITUNG

## 1.1 Historische Entwicklung

Einundzwanzig Jahre ist es her seit dem Erscheinen der ersten Auflage dieser Arbeitshilfe. Im Vorwort damals wurde das Handeln des Gesetzgebers begrüßt, allerdings auch darauf hingewiesen, dass der DGB schon 1971 den Gesetzgeber aufgefordert hatte einzuschreiten. Anfang der Siebzigerjahre waren große Teile der deutschen Wirtschaft der Auffassung, dass eine „zivilrechtliche Unterwerfung unter ein Selbstregulierungsverfahren der Wirtschaft“ ausreichen würde, um Verstöße gegen die Insiderproblematik zu verhindern. Es waren die deutschen Großbanken gewesen, die Ende der Achtzigerjahre dann der Bundesregierung „erlauben“, sich an der Verabschiedung von einschlägigen EU-Richtlinien zu beteiligen. Deutschland war dann das Schlusslicht bei der Umsetzung gewesen, man überschritt die Frist um zwei Jahre, als am 26.7.1994 im Rahmen des 2. Finanzmarktförderungsgesetzes auch das Gesetz über den Wertpapierhandel (WpHG) verabschiedet wurde.

Aufgrund neuer europäischer Vorgaben aus dem Jahre 2003 wurden im Rahmen der Beratung des Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (AnSVG) Änderungen des WpHG im deutschen Recht vorgenommen; sie traten in Kraft am 30. Oktober 2004.

Seither ist die Entwicklung weiter gegangen: Das WpHG wurde tiefgreifend durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz<sup>1</sup> (TUG) zum 20.1.2007 und die Transparenzrichtlinie-Durchführungsverordnung (TranspRLDV)<sup>2</sup> geändert.

Weitere Änderungen ergeben sich durch das Risikobegrenzungs-gesetz vom 18.8.2008<sup>3</sup>. Durch dieses Gesetz sollte die Transparenz in den Finanzmärkten nochmals erhöht werden, um Risiken im Inland, die sich aus der Tätigkeit von Finanzinvestitionen ergeben, zu begrenzen. Hier wurden insbesondere im Hinblick auf die Mitteilungspflichten Maßnahmen ergriffen.

Direkt danach wurde allerdings auf Grund einiger spektakulärer Fälle (Schaeffler/Conti, Porsche/VW und AWD/MLP) unter dem Stichwort „Anschleichen an börsennotierte Aktiengesellschaften“ diskutiert, ob diese Beteiligungstransparenz ausreicht und wie sie ggfs. weiter zu entwickeln wäre.

Auch wurden durch das Risikobegrenzungs-gesetz die Vorschriften im WpHG sowie im Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) zum abgestimmten Verhalten von Investoren, dem so

genannten „Acting in Concert“, erweitert und konkretisiert.

Schließlich hat die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) nach Konsultationen um den Jahreswechsel 2009 am 20.5.2009 die dritte Auflage ihres so genannten Emittentenleitfadens veröffentlicht<sup>4</sup>. Er war vielfach in der Voraufgabe anzusprechen, stellte er doch eine offiziöse Meinung der BaFin zu verschiedensten Praxisfragen dar. Die vierte Auflage wurde 2013 veröffentlicht. Sie findet sich immer noch auf der Homepage der BaFin. Es wird aber darauf hingewiesen wo diese veraltet sind. Man will erst einmal über FAQ und Beobachtung der Verwaltungspraxis vorankommen.

## 1.2 Stand der Dinge

„Im Nachgang zur Finanzkrise hat der europäische Gesetzgeber auf zahlreichen Gebieten des Kapitalmarktrechts Initiativen zur Verbesserung der Transparenz und Integrität der Märkte und des Anlegerschutzes ergriffen“<sup>5</sup>. Im November 2011 legte die EU-Kommission einen Vorschlag zur Neuregulierung von Insidergeschäften und Marktmanipulation vor. An die Stelle der Richtlinie sollte eine Verordnung treten. Dieses unmittelbar geltende europäische Recht ist ab dem 3.7.2016 in den Mitgliedsstaaten anwendbar (Marktmissbrauchsverordnung, abgek. MAR<sup>6</sup>: Market Abuse Regulation, in deutschen Texten auch abgekürzt MMVO). Zusätzlich erging zum gleichen Tag eine Richtlinie über strafrechtliche Sanktionen bei Marktmanipulation<sup>7</sup> (abgek: MAD Market Abuse Directive), die bis zum 3.7.2016 in nationales Recht umzusetzen war. Dies erfolgte durch das bereits erwähnte Erste Finanzmarktnovellierungsgesetz. Das Gesetz über den Wertpapierhandel und die übrigen Vorschriften des 1. FinanzmarktG traten überwiegend am 2.7.2016 in Kraft. Wegen des Vorrangs der MAR-Verordnung ist ersteres ein Torso<sup>8</sup>.

An sich hätte man erwarten können, dass die BaFin eine Neuauflage des Leitfadens passend zu diesem neuen Recht zeitnah veröffentlicht. Auf Anfrage dort wurde jedoch mittgeteilt: „dass eine Überarbeitung des Emittentenleitfadens geplant ist. Allerdings ist der Zeitplan derzeit noch nicht absehbar; zunächst muss sich zu den Neuregelungen eine Verwaltungspraxis herausbilden, auf deren Basis eine Überarbeitung stattfindet“. „FAQ wird es schon früher geben; der Emittentenleitfaden ist

1 BGBl. I 2007, S. 10.

2 BGBl. I 2008, S. 408

3 BGBl. 2008, S. 1666

4 Downloadbar unter: <http://www.bafin.de/> [26.04.18]

5 Finanzmarktnovellierungsgesetz GE v. 6.1.2016 S. 1

6 VO v. 16.4.2014 ABl. L 173/1 v. 12.6.2014; Link dazu am Ende dieser Arbeitshilfe auf S. 24

7 ABl L v. 12.6.2014 L 173/179; Link dazu am Ende dieser Arbeitshilfe auf S. 24

8 Siehe die Inhaltsübersicht; Link dazu am Ende dieser Arbeitshilfe auf S. 24

selbstverständlich im Hinblick auf das Marktmissbrauchsrecht veraltet, worauf auch hingewiesen wird (Standangabe auf jeder Seite). Ähnlich wie ein gedruckter Kommentar wird er aber zumindest nach dem bisherigen Verfahren nicht laufend aktualisiert<sup>9</sup>. Einerseits werden sich die Erläuterungen in dieser Arbeitshilfe also nicht besonders mit der Meinung der BaFin auseinandersetzen können. Obwohl dies zu bedauern ist, der Autor wurde bereits früher mit der Bemerkung zitiert:

„Die Vorstände fürchten die BaFin mehr als ihren Aufsichtsrat“.

Angesichts der wieder gelegentlich anzutreffenden Hinweise, wegen des neuen Rechts sei dies nun so oder so, war eine Neuauflage der Arbeitshilfe jetzt geboten. Andererseits müsste man prüfen, ob, wenn „die Verwaltungspraxis sich herausgebildet“ hat, eine Überarbeitung wieder notwendig ist.

Zentral wird dabei die Stellung des Aufsichtsrates im Insiderrecht behandelt. Nun gibt es nicht mehr nur zahlreiche Gerichtsentscheidungen zu den sog. Mehrstufigen Entscheidungen des Aufsichtsrates<sup>10</sup>, sondern das europäische Recht der MAR enthält dazu selbst Regelungen.

Andererseits gibt es gerade im Hinblick auf Aktien- und Insiderrecht neuerdings Bestrebungen sog. Institutioneller Investoren Gesprächen mit den Aufsichtsratsvorsitzenden eine Basis zu geben, zumindest im Corporate Governance Kodex für die börsennotierten Unternehmen<sup>11</sup>. Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat, denen oft das Stichwort Insiderrecht entgegengehalten wird, sollten hier aufmerksam das Verhalten der Aufsichtsratsvorsitzenden im Auge behalten. Ebenso gilt dies für die BaFin, von der zu erwarten ist, schon erste Ansätze im Bereich Corporate Governance „kritisch zu begleiten“.

Schließlich gehörte zum Paket „Nachgang der Finanzkrise“ die Richtlinie v. 22.10.2013 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten<sup>12</sup>, dessen Umsetzungsgesetz am 26.11.2015 in Kraft getreten ist<sup>13</sup>. Im Zentrum des Gesetzes steht die Verbesserung der Beteiligungstransparenz für börsennotierte Unternehmen, um künftig ein „Anschleichen an Unternehmen“ zu verhindern.

### 1.3 Weiterer Gang der Darstellung im Überblick

- 2 Insiderpapiere
- 3 Insiderhandelsverbote
- 4 Veröffentlichungspflicht der Unternehmen
- 5 Geschäfte von Führungspersonen und Insiderverzeichnisse
- 6 Das Verbot der Marktmanipulation und Veränderung von Stimmrechtsanteilen

## 2 INSIDERPAPIERE

### 2.1 Anwendungsbereich

Ausgangspunkt ist der gegenüber dem deutschen WpHG weitere Anwendungsbereich der MAR-Verordnung<sup>14</sup>: Art. 2 lautet: Diese Verordnung gilt für

- a) Finanzinstrumente, die zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem geregelten Markt gestellt wurde;
- b) Finanzinstrumente, die in einem multilateralen Handelssystem gehandelt werden, zum Handel in einem multilateralen Handelssystem zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel in einem multilateralen Handelssystem gestellt wurde;
- c) Finanzinstrumente, die in einem organisierten Handelssystem gehandelt werden;
- d) Finanzinstrumente, die nicht unter die Buchstaben a, b oder c fallen, deren Kurs oder Wert jedoch von dem Kurs oder Wert eines unter diesen Buchstaben genannten Finanzinstruments abhängt oder sich darauf auswirkt; sie umfassen Kreditausfall-Swaps oder Differenzkontrakte, sind jedoch nicht darauf beschränkt.

Für im Freiverkehr notierte Unternehmen galt bereits bisher das Verbot des Insiderhandels und der Marktmanipulation, hinzugekommen sind auch die Regelungen zu Geschäften von Personen mit Führungsaufgaben und die Pflicht zum Führen von Insiderverzeichnissen<sup>15</sup>.

<sup>9</sup> Vgl. auch [http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2016/fa\\_bj\\_1607\\_ad-hoc\\_publicitaet.html](http://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2016/fa_bj_1607_ad-hoc_publicitaet.html) [26.04.18] und FAQ vom 13.1.2017 zu Insiderlisten [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/FAQ/dl\\_faq\\_mar\\_art\\_18\\_insiderlisten.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=8](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/FAQ/dl_faq_mar_art_18_insiderlisten.pdf?__blob=publicationFile&v=8) [26.04.18]

<sup>10</sup> Bekannt als Schrempf- oder Gelll- Fall, dazu der EuGH Mitbestimmung 9/2012 S. 58

<sup>11</sup> Dazu bereits Hexel Der Aufsichtsrat, 2014 S. 121; Rahlmeyer Der AR 2015 S.144 ff. und Gentz, Board 2016 S.110 ff. und die Anregung in 5.2 des DCGK vom 7.2.17

<sup>12</sup> ABl. 6.11.2013 L 294/13

<sup>13</sup> BGBl. 2015 S. 2029.

<sup>14</sup> Es wird auf die noch nicht eingebürgerte Abkürzung MMVO verzichtet.

<sup>15</sup> Insofern ist die in anderen Gesetzen oft anzutreffende Unterscheidung von diesen zu den börsennotierten Unternehmen, z.B. auch bei der Geschlechterquote irrelevant.

## 2.2 Insiderpapiere

Die Regelungen über den Umgang mit Insiderinformationen beziehen sich auf die sogenannten Insiderpapiere; die sind in § 2 WpHG (Fassung Jan. 2018) bestimmt:

(1) Wertpapiere im Sinne dieses Gesetzes sind, auch wenn keine Urkunden über sie ausgestellt sind, alle Gattungen von übertragbaren Wertpapieren mit Ausnahme von Zahlungsinstrumenten, die ihrer Art nach auf den Finanzmärkten handelbar sind, insbesondere

- 1 Aktien,
- 2 andere Anteile an in- oder ausländischen juristischen Personen, Personengesellschaften und sonstigen Unternehmen, soweit sie Aktien vergleichbar sind, sowie Hinterlegungsscheine, die Aktien vertreten,
- 3 Schuldtitel,
  - a) insbesondere Genussscheine und Inhaberschuldverschreibungen und Orderschuldverschreibungen sowie Hinterlegungsscheine, die Schuldtitel vertreten,
  - b) sonstige Wertpapiere, die zum Erwerb oder zur Veräußerung von Wertpapieren nach den Nummern 1 und 2 berechtigen oder zu einer Barzahlung führen, die in Abhängigkeit von Wertpapieren, von Währungen, Zinssätzen oder anderen Erträgen, von Waren, Indices oder Messgrößen bestimmt wird; ...

(2) Geldmarktinstrumente im Sinne dieses Gesetzes sind Instrumente, die üblicherweise auf dem Geldmarkt gehandelt werden, insbesondere Schatzanweisungen, Einlagenzertifikate, Commercial Papers und sonstige vergleichbare Instrumente, sofern im Einklang mit Art. 11 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/5651.

- 1 ihr Wert jederzeit bestimmt werden kann,
- 2 es sich nicht um Derivate handelt und
- 3 ihre Fälligkeit bei Emission höchstens 397 Tage beträgt,

es sei denn, es handelt sich um Zahlungsinstrumente.

(3) Derivative Geschäfte im Sinne dieses Gesetzes sind

- 1 als Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und deren Wert sich unmittelbar oder mittelbar vom Preis oder Maß eines Basiswertes ableitet (Termingeschäfte) mit Bezug auf die folgenden Basiswerte:
  - a) Wertpapiere oder Geldmarktinstrumente,
  - b) Devisen, soweit das Geschäft nicht die in Artikel 10 der Delegierten Verordnung (EU)

2017/565 genannten Voraussetzungen erfüllt, oder Rechnungseinheiten,

- c) Zinssätze oder andere Erträge,
- d) Indices der Basiswerte der Buchstaben a, b, c oder f, andere Finanzindizes oder Finanzmessgrößen,
- e) derivative Geschäfte oder...
- 2 Termingeschäfte mit Bezug auf Waren, Frachtsätze, Klima- oder andere physikalische Variablen, Inflationsraten oder andere volkswirtschaftliche Variablen oder sonstige Vermögenswerte, Indices oder Messwerte als Basiswerte, sofern sie
  - a) durch Barausgleich zu erfüllen sind oder einer Vertragspartei das Recht geben, einen Barausgleich zu verlangen, ohne dass dieses Recht durch Ausfall oder ein anderes Beendigungsereignis begründet ist,
  - b) auf einem organisierten Markt oder in einem multilateralen oder organisierten Handelssystem geschlossen werden und nicht über ein organisiertes Handelssystem gehandelte Energiegroßhandelsprodukte im Sinne von Absatz 20 sind, die effektiv geliefert werden müssen, oder...
- 3 finanzielle Differenzgeschäfte;
- 4 als Kauf, Tausch oder anderweitig ausgestaltete Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte, die zeitlich verzögert zu erfüllen sind und dem Transfer von Kreditrisiken dienen (Kreditderivate);
- 5 Termingeschäfte mit Bezug auf die in Artikel 8 der Delegierten Verordnung (EU) 2017/565 genannten Basiswerte, sofern sie die Bedingungen der Nummer 2 erfüllen.

(4) Finanzinstrumente im Sinne dieses Gesetzes sind

- 1 Wertpapiere im Sinne des Absatzes 1,
- 2 Anteile an Investmentvermögen im Sinne des § 1 Absatz 1 des Kapitalanlagegesetzbuchs,
- 3 Geldmarktinstrumente im Sinne des Absatzes 2,
- 4 derivative Geschäfte im Sinne des Absatzes 3,
- 5 Emissionszertifikate,
- 6 Rechte auf Zeichnung von Wertpapieren und
- 7 Vermögensanlagen im Sinne des § 1 Absatz 2 des Vermögensanlagegesetzes mit Ausnahme von ...

(5) Waren im Sinne dieses Gesetzes sind fungible Wirtschaftsgüter, die geliefert werden können; dazu zählen auch Metalle, Erze und Legierungen, landwirtschaftliche Produkte und Energien wie Strom...

Der zentrale Begriff für die Insiderpapiere ist der der Finanzinstrumente. Neben dem soeben zitierten § 2 Abs. 4 WpHG ist der Anwendungsbereich der MAR, wie er oben bei 2.1. wiedergegeben worden ist, maßgeblich.

Es fallen zum Beispiel auch Aktienoptionen aus entsprechenden Mitarbeiterprogrammen, die auf börsennotierte Aktien bezogen sind, unter den Begriff der Insiderpapiere<sup>16</sup>.

### 3 INSIDERHANDELSVERBOTE

#### 3.1 Insiderinformationen

Nach Art.14 MAR (Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen) ist verboten:

- a) das Tätigen von Insidergeschäften und der Versuch hierzu,
- b) Dritten zu empfehlen, Insidergeschäfte zu tätigen, oder Dritte anzustiften, Insidergeschäfte zu tätigen, oder
- c) die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen.

Zurückzugreifen ist für die Umschreibung der Insidergeschäfte auf Art. 8 MAR:

(1) Für die Zwecke dieser Verordnung liegt ein Insidergeschäft vor, wenn eine Person über Insiderinformationen verfügt und unter Nutzung derselben für eigene oder fremde Rechnung direkt oder indirekt Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, erwirbt oder veräußert. Die Nutzung von Insiderinformationen in Form der Stornierung oder Änderung eines Auftrags in Bezug auf ein Finanzinstrument, auf das sich die Informationen beziehen, gilt auch als Insidergeschäft, wenn der Auftrag vor Erlangen der Insiderinformationen erteilt wurde. In Bezug auf Versteigerungen von Emissionszertifikaten oder anderen darauf beruhenden Auktionsobjekten gemäß der Verordnung (EU) Nr. 1031/2010 schließt die Nutzung von Insiderinformationen auch die Übermittlung, Änderung oder Zurücknahme eines Gebots durch eine Person für eigene Rechnung oder für Rechnung eines Dritten ein.

(2) Für die Zwecke dieser Verordnung liegt eine Empfehlung zum Tätigen von Insidergeschäften oder die Anstiftung Dritter hierzu vor, wenn eine Person über Insiderinformationen verfügt und

- a) auf der Grundlage dieser Informationen Dritten empfiehlt, Finanzinstrumente, auf die sich die Informationen beziehen, zu erwerben oder zu veräußern, oder sie dazu anstiftet, einen sol-

chen Erwerb oder eine solche Veräußerung vorzunehmen, oder

- b) auf der Grundlage dieser Informationen Dritten empfiehlt, einen Auftrag, der ein Finanzinstrument betrifft, auf das sich die Informationen beziehen, zu stornieren oder zu ändern, oder sie dazu anstiftet, eine solche Stornierung oder Änderung vorzunehmen.

(3) Die Nutzung von Empfehlungen oder Anstiftungen gemäß Absatz 2 erfüllt den Tatbestand des Insidergeschäfts im Sinne dieses Artikels, wenn die Person, die die Empfehlung nutzt oder der Anstiftung folgt, weiß oder wissen sollte, dass diese auf Insiderinformationen beruht.

(4) Dieser Artikel gilt für jede Person, die über Insiderinformationen verfügt, weil sie

- a) dem Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan des Emittenten oder des Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate angehört;
- b) am Kapital des Emittenten oder des Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate beteiligt ist;
- c) aufgrund der Ausübung einer Arbeit oder eines Berufs oder der Erfüllung von Aufgaben Zugang zu den betreffenden Informationen hat oder
- d) an kriminellen Handlungen beteiligt ist.

§ 13 Abs. 1 WpHG der die Insiderinformation definierte ist ebenfalls weggefallen und durch Art. 7 MAR inhaltlich im Wesentlichen gleich ersetzt worden:

1 Für die Zwecke dieser Verordnung umfasst der Begriff „Insiderinformationen“ folgende Arten von Informationen:

- a) nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betreffen und die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen;

Abs. 2 erläutert dann was als präzise anzusehen ist: Für die Zwecke des Absatzes 1 sind Informationen dann als präzise anzusehen, wenn damit eine Reihe von Umständen gemeint ist, die bereits gegeben sind oder bei denen man vernünftigerweise erwarten kann, dass sie in Zukunft gegeben sein werden, oder ein Ereignis, das bereits eingetreten ist oder von den vernünftigerweise erwarten kann, dass es in Zukunft eintreten wird, und diese Informationen darüber hinaus spezifisch genug sind, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse der Finanzinstrumente oder des

<sup>16</sup> So schon Emittentenleitfaden 2009 S. 29 zur Ergänzung von Ziff. 3 des § 12 WpHG, der jetzt durch den Anwendungsbereich der MAR Art.2 Abs. 1d ersetzt wurde



damit verbundenen derivativen Finanzinstruments, der damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakte oder der auf den Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekte zuzulassen.

Hier nun wird die Problematik der zeitlich gestreckten Vorgänge und Zwischenschritte (sog. Mehrstufige Entscheidungsprozesse wie z.B. bei den sogenannten zustimmungsbedürftigen Geschäften des Aufsichtsrates oder auch wie im Schrempp-Fall von Personalentscheidungen des Aufsichtsrates) die der gesamten Rechtsprechungskaskade der deutschen Zivilgerichte und des EuGH im Falle Geltl/ Schrempp zu Grunde lag<sup>17</sup> in Abs. 2 und Abs. 3 des Art. 7 MAR rechtlich erfasst:

Abs. 2 S.2 „So können im Fall eines zeitlich gestreckten Vorgangs, der einen bestimmten Umstand oder ein bestimmtes Ereignis herbeiführen soll oder hervorbringt, dieser betreffende zukünftige Umstand bzw. das betreffende zukünftige Ereignis und auch die Zwischenschritte in diesem Vorgang, die mit der Herbeiführung oder Hervorbringung dieses zukünftigen Umstandes oder Ereignisses verbunden sind, in dieser Hinsicht als präzise Information betrachtet werden.“

(5) Ein Zwischenschritt in einem gestreckten Vorgang wird als eine Insiderinformation betrachtet, falls er für sich genommen die Kriterien für Insiderinformationen gemäß diesem Artikel erfüllt.“

Wann man den Eintritt „vernünftigerweise erwarten kann“ wird in der MAR nicht gesagt. Allerdings ist nach Erwägungsgrund 16 der VO maßgeblich, ob „eine realistische Wahrscheinlichkeit“ besteht, dass ein künftiger Umstand eintreten wird. Nach der in Deutschland herrschenden Lesart des Geltl-Urteils ist dies eine überwiegende Wahrscheinlichkeit (50% plus x)<sup>18</sup> Allerdings ist der Umfang der Auswirkungen auf den Kurs<sup>19</sup> nicht zu berücksichtigen. Maßgeblich ist auch weitere die Entscheidung des EuGH aus dem Jahre 2015<sup>20</sup> wonach es nicht auf die Vorhersehbarkeit der Entwicklung des Kurses in eine bestimmte Richtung ankommt. Abzustellen ist gemäß Art. 7 Abs. 4 MAR, ob ein verständiger Anleger die Information wahrscheinlich als Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen wird<sup>21</sup>.

Nach Art. 7 Abs. 5 MAR gibt die ESMA (European Securities and Markets Authority, Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde) Leit-

linien für die Erstellung einer nicht erschöpfenden indikativen Liste von Informationen heraus, deren Offenlegung nach vernünftigem Ermessen erwartet werden kann. Dies ist noch nicht geschehen.

Von daher soll hier aus der letzten Fassung des Emittentenleitfadens von 2013 der Katalog der BaFin wiedergegeben werden:

In folgenden Fallkonstellationen ist in der Regel ein erhebliches Preisbeeinflussungspotenzial gegeben, so dass sich hier grundsätzlich die Frage der Veröffentlichung einer Ad-hoc-Meldung stellt:

- Veräußerung von Kerngeschäftsfeldern, Rückzug aus oder Aufnahme von neuen Kerngeschäftsfeldern,
- Verschmelzungsverträge, Eingliederungen, Ausgliederungen, Umwandlungen, Spaltungen sowie andere wesentliche Strukturmaßnahmen,
- Beherrschungs- und/oder Gewinnabführungsverträge,
- Erwerb oder Veräußerung von wesentlichen Beteiligungen,
- Übernahme- und Abfindungs-/Kaufangebote,
- Kapitalmaßnahmen (inkl. Kapitalberichtigung),
- wesentliche Änderung der Ergebnisse der Jahresabschlüsse oder Zwischenberichte gegenüber früheren Ergebnissen oder Marktprognosen,
- wesentliche Änderung des Dividendensatzes,
- bevorstehende Zahlungseinstellung/Überschuldung, Verlust nach § 92 AktG/kurzfristige Kündigung wesentlicher Kreditlinien,
- Verdacht auf Bilanzmanipulation, Ankündigung der Verweigerung des Jahresabschlusstests durch den Wirtschaftsprüfer, erhebliche außerordentliche Aufwendungen (z.B. nach Großschäden oder Aufdeckung krimineller Machenschaften) oder erhebliche außerordentliche Erträge,
- Ausfall wesentlicher Schuldner,
- Abschluss, Änderung oder Kündigung besonders bedeutender Vertragsverhältnisse (einschließlich Kooperationsabkommen),
- Restrukturierungsmaßnahmen mit erheblichen Auswirkungen auf die künftige Geschäftstätigkeit,
- bedeutende Erfindungen, Erteilung bedeutender Patente und Gewährung wichtiger (aktiver/passiver) Lizenzen,
- maßgebliche Produkthaftungs- oder Umweltschadensfälle,
- Rechtsstreitigkeiten von besonderer Bedeutung,
- überraschende Veränderungen in Schlüsselpositionen des Unternehmens (z.B. Vorstandsvorsitzender, Aufsichtsratsvorsitzender, überraschender Ausstieg des Unternehmensgründers),
- überraschender Wechsel des Wirtschaftsprüfers,
- Antrag des Emittenten auf Widerruf der Zulassung zum organisierten Markt, wenn nicht noch an einem anderen inländischen organisierten Markt eine Zulassung aufrecht erhalten wird,
- Lohnsenkungen oder Lohnerhöhungen, die nur den Emittenten betreffen,
- Beschlussfassung des Vorstandes, von der Ermächtigung der Hauptversammlung zur Durchführung eines Rückkaufprogramms Gebrauch zu machen.

Diese Beispiele sind nicht abschließend.

17 Vgl. zum EuGH v. 28.6.2012 ZIP 2012 S. 1282 und statt vieler Klöhn ZIP 2012 S. 1885 ff.; Köstler Mitbestimmung 9/2012 S. 58 und danach BGH v. 23.4.2013, DB 2013, S. 1350 ff. und Anmerkung Herfs DB 2013, S. 1650 ff.

18 Klöhn AG 2016 S. 428, vgl. auch Poelzig NZG 2016 S. 532

19 Sog. Probability/Magnitude-Test aus dem US-Recht, dazu Klöhn und Poelzig aaO.

20 ZIP 2015 S. 627 ff.: Lafonta, auch dazu Klöhn NZG 2015; S. 809 ff.

21 Auf die unterschiedliche Auslegung des Verständnishorizonts in den Mitgliedsstaaten weist Poelzig aaO. S. 532 hin, so dass eine Entscheidung des EuGH wünschenswert wäre.

Grundsätzlich wird bei Personen oder juristischen Personen vermutet, dass die Insiderinformation genutzt wurde. Der EuGH war bereits im Jahre 2009 mit der Problematik befasst, ob die Vermutung widerlegt werden kann.<sup>22</sup> Art.9 MAR hat diese Entscheidung nun rechtlich näher umschrieben. Er enthält einen umfassenden Katalog sog. Legitimer Handlungen<sup>23</sup>. Hier sei nur der Übernahmerechtliche Vorgang in Abs. 5 hervorgehoben: „Für die Zwecke der Artikel 8 und 14 stellt die bloße Tatsache, dass eine Person ihr Wissen darüber, dass sie beschlossen hat, Finanzinstrumente zu erwerben oder zu veräußern, beim Erwerb oder der Veräußerung dieser Finanzinstrumente nutzt, an sich noch keine Nutzung von Insiderinformationen dar.“

So komplex die bisherigen Darstellungen waren, eigentlich ist es ganz einfach: Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat und Betriebsräte handeln nicht mit Insiderpapieren, prüfen sorgfältig, wem sie Insiderinformationen mitteilen oder zugänglich machen dürfen und geben keine Tipps oder verleiten auf sonstige Weise andere zum Handel von Insiderpapieren.

Zum Umgang mit dem Aufsichtsrat und vor allen Dingen den Arbeitnehmervertretern, den Betriebsräten, den Wirtschaftsausschussmitgliedern, insbesondere nachdem nunmehr die zeitlich gestreckten Vorgänge (Zustimmungsbedürftige Geschäfte, Jahresabschluss und Personalentscheidungen) rechtlich mit erfasst sind, sind in der Arbeitshilfe im Weiteren schon noch Ausführungen zu machen.

Dies wird bei 4., der Erläuterung der Veröffentlichungspflicht durch die Unternehmen geschehen. Zuvor ist aber auf Art. 14 MAR insofern zurückzukommen, als das Verbot von Insidergeschäften und vor allen Dingen die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen anzusprechen sind.

Hier geht die These um, dass man strenger wegen neuen Rechts sein müsste. Andererseits war bereits in der Einleitung berichtet worden, dass die sog. Institutionellen Investoren die Gespräche mit dem Aufsichtsratsvorsitzenden ausbauen und auf eine Basis möglichst im Deutschen Corporate Governance Kodex setzen wollen<sup>24</sup>. Nicht nur das Aktienrecht sondern auch das Kapitalmarktrecht (also vor allen Dingen Insiderrecht und Veröffentlichungspflichten der Unternehmen) sind in der Gefahr dabei strapaziert zu werden. Man sehe sich nur den auf S.12 abgedruckten Kasten an.

### 3.2 Verbot von Insidergeschäften und unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen

Nach Art. 14 MAR gilt:

Folgende Handlungen sind verboten:

- a) das Tätigen von Insidergeschäften und der Versuch hierzu,
- b) Dritten zu empfehlen, Insidergeschäfte zu tätigen, oder Dritte anzustiften, Insidergeschäfte zu tätigen, oder die Veräußerung von Insiderpapieren zu empfehlen oder einen anderen auf sonstige Weise dazu zu verleiten.
- c) die unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen.

Neben der Erläuterung dieser drei Ziffern ist noch zu erwähnen:

- Ausnahmen von Art. 14 und 15 MAR für Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmaßnahmen enthält Art. 5 MAR. Dort ist auch der Handel mit eigenen Aktien zur Erfüllung von Belegschaftsaktienprogrammen erwähnt.
- Art. 9 enthält die sog. Legitimen Handlungen, die bereits angesprochen wurden.
- Und Art. 11 spricht den Sonderfall des Weitergabeverbots durch sog. Marktsondierungen an. „Eine Marktsondierung besteht in der Übermittlung von Informationen vor der Ankündigung eines Geschäfts an einen oder mehrere potenzielle Anleger, um das Interesse von potenziellen Anlegern an einem möglichen Geschäft und dessen Bedingungen wie seinem Umfang und seiner preislichen Gestaltung abzuschätzen“ (Abs. 1). Sie sind möglich wenn, man das dort niedergelegte Verfahren beachtet.

#### 3.2.1 Erwerb oder Veräußerung

Ausreichend für den Erwerbs- bzw. Veräußerungsvorgang ist die Ausführung der Order, da hierdurch sichergestellt ist, dass der Insider den möglichen Gewinn vertraglich abgesichert hat. Vererbung oder Schenkung von Wertpapieren stellen kein Erwerbs- oder Veräußerungsgeschäft dar. Hinzu kommen muss hier die Verwendung einer Insiderinformation, der Insider muss also in Kenntnis der Information handeln und dabei die Information in sein Handeln mit einfließen lassen.

Hier sind nun Mitarbeiterprogramme zu thematisieren:

Werden dem Mitarbeiter nach Ablauf des Programms „automatisch“ die Aktien in sein Depot eingebucht oder die Gewinne aus dem virtuellen Optionsprogramm überwiesen, so handelt der Mitarbeiter im Moment der Gutschrift nicht im Sinne des Art. 14 MAR. Selbst wenn er in diesem Moment die Insiderinformation besäße, wäre dies für das Verbot von Insidergeschäften unbeachtlich.

<sup>22</sup> EuGH 23.12.2009, ZIP 2010, S. 78 ff.

<sup>23</sup> Text entfällt

<sup>24</sup> Nachweise in Fn. 11.

Anders ist dies für den Zeitpunkt der Teilnahme an einem Aktienprogramm zu beurteilen. Verfügt ein Mitarbeiter im Zeitpunkt der Abgabe der Teilnahmeerklärung über eine Insiderinformation und ist diese zumindest Teil seiner Motivation, an dem Programm teilzunehmen, verwendet er die Insiderinformation. Der überwiegende Teil der Belegschaft eines Unternehmens kommt jedoch in der Regel ohnehin nicht mit Insiderinformationen in Berührung. Daher erscheint es entbehrlich, die Mitarbeiter bei Zeichnung ihres Mitarbeiterbeteiligungsprogramms gesondert, etwa mit einem Merkblatt, auf das Verbot von Insidergeschäften hinzuweisen. Anders ist der Fall für Mitglieder der Organe und der Entscheidungsträger im Unternehmen zu werten, die aufgrund ihrer Tätigkeit regelmäßig mit Insiderinformationen in Berührung kommen. Hier kann ein Hinweis anlässlich des Zeichnungsangebots sinnvoll sein<sup>25</sup>.

### 3.2.2 Unbefugte Weitergabe und Empfehlungsverbot

Art. 14 b) MAR das Verbot Dritten zu empfehlen Insidergeschäfte zu tätigen oder Dritte anzustiften Insidergeschäfte zu tätigen. Und Art. 10 Abs. 2 MAR besagt dazu: Für die Zwecke dieser Verordnung gilt die Weitergabe von Empfehlungen oder das Anstiften anderer, nachdem man selbst angestiftet wurde, gemäß Artikel 8 Absatz 2 als unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen gemäß diesem Artikel, wenn die Person, die die Empfehlung weitergibt oder andere anstiftet, nachdem sie selbst angestiftet wurde, weiß oder wissen sollte, dass die Empfehlung bzw. Anstiftung auf Insiderinformationen beruht.

Und Art. 14 c) MAR betrifft jetzt die unrechtmäßige Offenlegung von Insider-Informationen.

Da nach dem Entstehen der Insiderinformation mit der Anzahl der Insider die Gefahr des Insiderhandels wächst, soll bereits die Verbreitung verhindert werden.

Grundlage für die Handhabung ist wiederum Art. 10 MAR:

(1) Für die Zwecke dieser Verordnung liegt eine unrechtmäßige Offenlegung von Insiderinformationen vor, wenn eine Person, die über Insiderinformationen verfügt und diese Informationen gegenüber einer anderen Person offenlegt, es sei denn, die Offenlegung geschieht im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen Erfüllung von Aufgaben.

Dieser Absatz gilt für alle natürlichen oder juristischen Personen in den Situationen oder unter den Umständen gemäß Artikel 8 Absatz 4.

Also keine unbefugte Offenlegung ist es, wenn diese im Zuge der normalen Ausübung einer Beschäftigung oder eines Berufs oder der normalen

Erfüllung von Aufgaben geschieht. (In § 14 WpHG lautete es noch unbefugt).

Einzeln wurden bereits 1994 unter Hinweis auf neues Recht Informationen gegenüber Betriebsräten und Wirtschaftsausschüssen verweigert. Dabei war damals schnell geklärt, dass Mitglieder der Betriebsräte und Wirtschaftsausschüsse unter den Kreis der Insider fallen, die betriebsverfassungsrechtlichen Unterrichtungen als befugte Mitteilungen anzusehen sind. Die Informationsweitergabe aufgrund gesetzlicher Gebote und Obliegenheiten, also zum Beispiel der Unterrichtungspflichten der Arbeitgeber nach dem Betriebsverfassungsgesetz, erfüllten schon damals nicht den Tatbestand. Es wurde wiederum zur im Herbst 2004 in Kraft getretenen Novellierung des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG) versucht, hier bezüglich der Unterrichtungspflichten von WA und BR wieder Hürden aufzubauen<sup>26</sup>. Als in 2005 zur Einschaltung des Gewerkschaftsvorsitzenden durch einen Arbeitnehmervertreter in einem dänischen Verwaltungsrat eine Entscheidung des Europäischen Gerichtshofs erging<sup>27</sup>, gab es wiederum Stimmen, die im Hinblick auf dessen Wortlaut für einen verschärften Maßstab plädierten<sup>28</sup>. Sie beriefen sich auf die Formulierung „unerlässlich“ in der EuGH-Entscheidung. Klöhn hat zutreffend auf die Unterschiede der Formulierungen in den verschiedenen Sprachfassungen der Entscheidung hingewiesen und vor allen Dingen, dass der EuGH letztlich den Begriff notwendig gebrauchte. Was aber im konkreten Fall notwendig sei<sup>29</sup>, hänge davon ab, wie man den Weitergabezweck definiere<sup>30</sup>.

So geht auch jetzt die Diskussion um die einschlägigen Vorschriften der MAR fort<sup>31</sup>. Wenn Poelzig allerdings schreibt, dass der Tatbestand des Art. 10 MAR auch künftig vor dem Hintergrund der Bang-Entscheidung des EuGH zu verstehen sei, so führt dies auch nicht weiter. Festzuhalten bleibt aber, dass der EuGH-Entscheidung kein „zwingend notwendig“<sup>32</sup> zu entnehmen ist. Und vor allen Dingen, dass keine neue Rechtslage besteht. Art. 10 MAR ist wortlautgleich mit den einschlägigen vorherigen Vorschriften<sup>33</sup>.

26 Z.B. Röder/Merten NZA 2005 S. 268 ff. A.A. allerdings die weitaus h.M. vgl. statt aller Oetker GK-BetrVG 10. Auflage 2014 § 106 Rz. 122 mit zahlreichen Nachweisen.

27 22.11.2005, ZIP 2006 S. 123 ff.= Mitbestimmung 2006, 10, S. 66.

28 Siehe zum Überblick nur Klöhn, Münchner Kommentar zum WpHG 2.A. 2014 Rz. 322 ff.

29 Streng in Verbindung mit notwendig sei sprachlogisch keine Verschärfung. Rz. 327.

30 AaO. Rz. 328

31 Siehe dazu zum Überblick Poelzig NZG 2016 S. 528 ff., S. 534 mit Nachw. In Fn. 80-83.

32 Dazu ausführlich Klöhn aaO.

33 Weitergehender sogar Zetsche NZG 2015, S. 817 ff. der die MAR sogar als Abkehr von der EuGH-Entscheidung versteht. S. aber die Auseinandersetzung damit bei Poelzig aaO. Fn.32.

25 So Emittentenleitfaden 2013, S. 37f.

Von daher weiterhin zutreffend Fitting<sup>34</sup>: „Eine umfassende Unterrichtung erfordert auch die Mitteilung von Insiderinformationen. Dass das öffentliche Bekanntwerden von Umständen, die geeignet sind, den Kurswert eines Insiderpapiers erheblich zu beeinflussen, steht dem nicht entgegen. Das Verbot des § 14 WpHG (alt) greift nicht, da die Mitteilung an den WA nicht „unbefugt“ erfolgt, sondern durch § 106 Abs.2 gedeckt ist“. Natürlich wäre hinzuzufügen, gelten die einschlägigen insiderrechtlichen Strafvorschriften (neben § 79 BetrVG).

Die Unterrichtung hat „unter Vorlage der erforderlichen Unterlagen“ zu geschehen (§ 106 Abs. 2 BetrVG). Nach Ansicht des Bundesarbeitsgerichts in einer älteren Entscheidung<sup>35</sup> sind die Mitglieder des WA verpflichtet nach Beendigung der Vorbereitung die Unterlagen zurückzugeben. Mit Recht sieht dies Däubler<sup>36</sup> als praxisfremd an, da alsbald in der Sitzung wiederum ein Einsichtsrecht nach § 108 Abs. 3 BetrVG bestehe und für eine Beratung i.S. des Gesetzes man die Unterlagen vor Augen haben müsse. In der Regel seien den WA-Mitgliedern während der Sitzung also Ablichtungen zur Verfügung zu stellen.

Der WA hat nach § 108 Abs. 4 BetrVG den BR/GBR nach jeder Sitzung zu unterrichten. Auch diese Information fällt unter die „normale Erfüllung von Aufgaben“ i.S. des Art. 10 MAR. Denn diese Norm verlangt die Informationsweitergabe<sup>37</sup>. Die GBR-Mitglieder werden dann zu Insidern und unterliegen ebenfalls den einschlägigen Insiderrechtlichen Strafvorschriften (plus § 79 BetrVG).

Eine Form, wie die Unterrichtung stattzufinden hat, ist dazu allerdings im Betriebsverfassungsgesetz nicht zu finden. Für den Fall, dass der Arbeitgeber bezüglich der Unterlagen wie oben restriktiv verfährt, ist allerdings darauf hinzuweisen, dass es für den GBR eigenständige Unterrichtsrechte z.B. nach §§ 80, 90, 111 BetrVG gibt, die ebenfalls keiner Insiderrechtlichen Einschränkung unterliegen und bei denen die Vorlage der erforderlichen Unterlagen für sich denkbar ist. Bei den übrigen Themen bliebe bei restriktiver Handhabung seitens des Arbeitgebers im WA nur die mündliche Form der Unterrichtung gegenüber dem GBR.

Darauf aufmerksam zu machen ist, dass natürlich ein unsorgfältiger Umgang von Betriebsräten und Wirtschaftsausschussmitgliedern mit derartigen Informationen strafbar sein kann. Also derartige Unterlagen im Betriebsratsbüro wegschließen usw.

Bezüglich des (bisherigen Begriffs) des unbefugten Weitergebens machte die BaFin darauf aufmerksam, dass es hier auch keinen Unterschied

zwischen Weitergabe innerhalb des Unternehmens oder an externe Personen mache.

Zu externen Beratern findet sich ein ausdrücklicher Passus im Leitfaden 2013<sup>38</sup> (auf S. 41)

„Die Weitergabe von Insiderinformationen an unternehmensexterne Berater, wie zum Beispiel Rechtsanwälte, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater ..., stellt daher keine unbefugte Weitergabe dar, wenn die Information von diesen Personen tatsächlich für die Erfüllung der ihnen übertragenen Aufgaben benötigt wird. Nicht entscheidend ist, ob die Person, an die die Insiderinformation weitergegeben wird, einem gesetzlichen oder vertraglichen Verschwiegenheitsgebot unterliegt.“<sup>39</sup>

Diese Ausführungen sind natürlich wichtig für die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat. Ein Aufsichtsratsmitglied, welches sich zur Erfüllung seiner Aufgaben der Hilfe oder des Rates Dritter bedient, darf an die hierfür herangezogenen Personen Insiderinformationen weitergeben. Allerdings ist darauf aufmerksam zu machen, dass die Arbeitnehmervertreter natürlich sicherzustellen haben, dass diese Personen sorgfältig mit den Daten umgehen (§§ 93, 116 AktG und 3.5 Deutscher Corporate Governance Codex), also auf alle Fälle diese zumindest vertraglich verpflichtet wurden, und, dass diese Personen ebenfalls unter die Strafvorschrift fallen. In diesem Zusammenhang ist auch auf das dänische Verfahren aufmerksam zu machen, in welchem es eine Zwischenentscheidung des EUGH gab<sup>40</sup>, welches aber inzwischen beim dänischen obersten Strafgericht mit einem Freispruch endete.<sup>41</sup> Der EuGH hielt die Weitergabe von Insiderinformationen durch einen Arbeitnehmervertreter im Verwaltungsrat eines börsennotierten Finanzinstituts an den Vorsitzenden seiner Gewerkschaft nach europäischem Recht (Insider-RiLi) für zulässig, wenn ein enger Zusammenhang zwischen der Weitergabe und der Ausübung der Arbeit im Aufsichtsrat bestehe und wenn die Weitergabe für die Ausübung der Arbeit in diesem Organ unerlässlich<sup>42</sup> ist. Dieselben Grundsätze gelten nach dem EuGH für die Weitergabe von Informationen durch den Gewerkschaftsvorsitzenden an seine Mitarbeiter (die letzteren hatten mit Aktien dann gehandelt. Praktisch also ist gründlich zu prüfen, ob eine Einbeziehung Dritter tatsächlich erforderlich ist. Es ist aktuell auf die Ausführungen zu Betriebsrat und Wirtschaftsausschuss oben S.14f. zu verweisen, es

34 BetrVG § 106 Rz. 35, vgl. auch Oetker aaO. Fn. 1 und Däubler in DKK BetrVG § 106 Rz. 59.

35 20.11.1984, AP Nr.3 zu § 106 BetrVG.

36 AaO. § 106 Rn. 51 f.

37 Siehe dazu Klöhn aaO. § 14 Rz. 367.

38 Auf S. 41.

39 So schon Art. 6 Abs. 3 der Marktmissbrauchs-RiLi vom 28.1.2003.

40 22.11.2005, ZIP 2006, S. 123ff. = NJW 2006, S. 133 f. = Mitbestimmung 2006, 10 S. 66.

41 14.5.2009, Mitbestimmung 9/2009 S.8 = ZIP 2009 S. 1526f.

42 Vgl. dazu bereits die Ausführungen zum Wortlaut der EuGH-Entscheidung oben S. 11 rechts

geht um die normale Erfüllung von Aufgaben i.S. des Art. 10 Abs. 1 MAR.

Zum Schluss dies Teils noch eine einige Bemerkungen zu den Straf- und Bußgeldvorschriften, die auf Grund der Marktmißbrauchs-Richtlinie vom 16.4.2014 zu überarbeiten waren<sup>43</sup>.

Die Strafvorschrift ist die des § 38 WpHG: Mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder mit Geldstrafe wird bestraft wer verstößt, (3) indem er

- 1 entgegen Artikel 14 Buchstabe a ein Insider-geschäft tätigt,
- 2 entgegen Artikel 14 Buchstabe b einem Dritten empfiehlt, ein Insidergeschäft zu tätigen, oder einen Dritten dazu anstiftet oder
- 3 entgegen Artikel 14 Buchstabe c eine Insider-information offenlegt.

(4) In den Fällen des Absatzes 1 Nummer 2 sowie der Absätze 2 und 3 ist der Versuch strafbar. (Zum Versuchsbegriff ist auf die allgemeine Definition des Strafrechts in § 22 StGB zurückzugreifen).

Die Bußgeldvorschriften sind umfangreich überarbeitet worden. § 39 WpHG lautet:

(3b) Ordnungswidrig handelt, wer eine in § 38 Absatz 3 Nummer 1 bis 3 bezeichnete Handlung leichtfertig begeht. Der Bußgeldrahmen ist auch erhöht worden, s. dazu § 39 WpHG Abs. 4a.

Nicht „bestimmungsgemäße“ Kenntnis i.S. des Art. 10 Abs. 1 MAR erhält aber zum Beispiel der Taxifahrer, der ein Gespräch zwischen zwei Aufsichtsräten belauscht oder die Reinemachefrau, die Papiere auf dem Schreibtisch des Insiders liest. Für die Insider selbst kann allerdings dann hier ein strafbares Zugänglichmachen von Insiderinformationen vorliegen. Wie schon bei der Verschwiegenheitspflicht der Aufsichtsräte und Betriebsräte gilt es also auch in dieser Hinsicht, mit den Informationen entsprechend sorgfältig umzugehen.

Auf diesen Themenkreis ist in Bezug auf die Arbeitnehmervorbesprechung der Aufsichtsräte sowie den Umgang mit Informationen im Nachgang zu Aufsichtsratssitzungen nach Erläuterung der so genannten Ad-hoc-Publizität im nächsten Abschnitt zurückzukommen.

## 4 VERÖFFENTLICHUNGSPFLICHT DER UNTERNEHMEN (SO GENANNT AD-HOC-PUBLIZITÄT)

Im Emittentenleitfaden von 2013 kann man (S. 45) dazu lesen:

Zweck der Ad-hoc-Publizitätspflicht ist es, einen gleichen Informationsstand der Marktteilnehmer durch eine schnelle und gleichmäßige Unterrichtung des Marktes zu erreichen, damit sich keine unangemessenen Börsen- oder Marktpreise aufgrund fehlerhafter oder unvollständiger Unterrichtung des Marktes bilden. Die Ad-hoc-Publizitätspflicht dient daher dem Interesse des gesamten Anlegerpublikums, sichert die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und schafft gleiche Chancen durch Transparenz. Die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität ist gleichzeitig eine wichtige Präventivmaßnahme gegen den Missbrauch von Insiderinformationen.

### 4.1 Was fällt wann darunter?

Diese Veröffentlichungspflicht der Unternehmen ist bereits an mehreren Stellen in der Arbeitshilfe angesprochen worden. So verständlich diese Sicht der BaFin ist, so problematisch war sie wegen des deutschen Corporate Governance Systems, also der Unternehmensverfassung bestehend aus Vorstand und Aufsichtsrat. Insbesondere, wegen des sog. Schrepp-/Geltl-Falles, also dem Problem der mehrstufigen Entscheidungen fand die Diskussion bis zur EuGH-Entscheidung<sup>44</sup> statt.

Im Grundsatz ist sie heute geklärt, die EuGH-Entscheidung war auch Basis für die Formulierung jetzt in Art. 17 MAR:

#### Veröffentlichung von Insiderinformationen

(1) Emittenten geben der Öffentlichkeit Insiderinformationen, die unmittelbar diesen Emittenten betreffen, so bald wie möglich bekannt (dazu im Einzelnen noch später in diesem Abschnitt).

Die Emittenten stellen sicher, dass die Insiderinformationen in einer Art und Weise veröffentlicht werden, die es der Öffentlichkeit ermöglicht, schnell auf sie zuzugreifen, falls vorhanden, und sie vollständig, korrekt und rechtzeitig zu bewerten.

Die Emittenten dürfen die Veröffentlichung von Insiderinformationen nicht mit der Vermarktung ihrer Tätigkeiten verbinden. Die Emittenten veröffentlichen alle Insiderinformationen, die sie der Öffentlichkeit mitteilen müssen, auf ihrer Website und zeigen sie dort während eines Zeitraums von mindestens fünf Jahren an.

<sup>43</sup> ABl. L v. 12.6.2014 L 173/179. Siehe zum Regierungsentwurf des Umsetzungsgesetzes dem 1. Finanzmarkt: Teiglack/Dolff BB 2016 S. 387ff.

<sup>44</sup> Vgl. zum EuGH v. 28.6.2012 ZIP 2012 S. 1282 und statt vieler Klöhn ZIP 2012 S. 1885 ff.; Köstler Mitbestimmung 9/2012 S. 58 und danach BGH v. 23.4.2013, DB 2013, S. 1350 ff. und Anmerkung Herfs DB 2013, S. 1650 ff.



## 4.2 Aber: Aufschub der Veröffentlichung (Selbstbefreiung)

(4) Ein Emittent oder ein Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate, kann auf eigene Verantwortung die Offenlegung von Insiderinformationen für die Öffentlichkeit aufschieben, sofern sämtliche nachfolgenden Bedingungen erfüllt sind:

- a) die unverzügliche Offenlegung wäre geeignet die berechtigten Interessen des Emittenten oder Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate zu beeinträchtigen,
- b) die Aufschiebung der Offenlegung wäre nicht geeignet, die Öffentlichkeit irrezuführen,
- c) der Emittent oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate kann die Geheimhaltung dieser Informationen sicherstellen.

### 4.2.1 Zeitlich gestreckte Vorgänge

Im Falle eines zeitlich gestreckten Vorgangs, der aus mehreren Schritten besteht und einen bestimmten Umstand oder ein bestimmtes Ereignis herbeiführen soll oder hervorbringt, kann ein Emittent oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate auf eigene Verantwortung die Offenlegung von Insiderinformationen zu diesem Vorgang vorbehaltlich des Unterabsatzes 1 Buchstaben a, b und c aufschieben. Hat ein Emittent oder ein Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate die Offenlegung von Insiderinformationen nach diesem Absatz aufgeschoben...

Allerdings hat die ESMA auch in ihren Leitlinien zum Aufschieben der Informationen<sup>45</sup> vom 13.7.2016 die aktienrechtliche Organisationsverfassung in Deutschland noch nicht ganz verstanden<sup>46</sup>. Dort ist nämlich von einer „Bestätigung des Körpers (body responsible for approval) – man müsste sagen Organs – möglichst noch am selben Tag“ die Rede<sup>47</sup>. Man darf gespannt sein<sup>48</sup>, was hierbei das Bundesministerium für Finanzen machen wird, denn nach der Verordnungsermächtigung des neuen § 15 Abs. 4 Nr. 2 WpHG (erst durch Beschlussempfehlung des Finanzausschusses eingefügt) kann es durch Rechtsverordnung nähere Bestimmungen erlassen über

- 1 den Mindestinhalt, die Art, die Sprache, den Umfang und die Form einer Mitteilung nach Absatz 1 oder Absatz 2,

<sup>45</sup> [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1130\\_final\\_report\\_on\\_mar\\_guidelines.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2016-1130_final_report_on_mar_guidelines.pdf) [26.04.18]

<sup>46</sup> Darauf weist auch Klöhn, AG 2016, S. 431 bezüglich des Konsultationspapiers vom Januar 2016 hin. Weiter Kritik von Seibt Börsenzeitung 6.8.16 S.9: „ESMA verschärft Ad-hoc Publizitätspflicht“ und Krämer/Kiefner AG 2016 S. 621 ff.

<sup>47</sup> S. 15 der Guidelines vom 13.7.2016.

<sup>48</sup> Zweifelnd zu dieser Rest-Kompetenz auch Klöhn aaO. S. 431

- 2 die Bedingungen, die ein Emittent oder Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate nach Artikel 17 Absatz 4 Unterabsatz 1 .erfüllen muss, um die Offenlegung von Insiderinformationen aufzuschieben.

Halten wir aus den Guidelines (S.15) zu den mehrstufigen Entscheidungen fest<sup>49</sup>:

### 3.2.2 Von dem Leitungsorgan eines Emittenten ergangene Beschlüsse oder geschlossene Verträge, die der Zustimmung eines weiteren Organs des Emittenten bedürfen, um wirksam zu werden

61. Ein berechtigtes Interesse eines Emittenten, die Veröffentlichung von Insider-Informationen im Sinne des Erwägungsgrundes 50 der MAR [Marktmissbrauchsverordnung] aufzuschieben, kann dann bestehen, wenn sich die Insider-Information auf von dem Leitungsorgan des Emittenten ergangene Beschlüsse oder geschlossene Verträge bezieht, die gemäß den nationalen Gesetzen oder der Satzung des Emittenten der Zustimmung eines weiteren Organs des Emittenten bedürfen, um wirksam zu werden.

62. Dies ist der Fall, wenn bei einem Emittenten mit einer dualen Verwaltungsstruktur bestimmte Beschlüsse des Vorstandes von dem Aufsichtsrat genehmigt werden müssen, um rechtswirksam zu werden.

63. In dem mit dem Konsultationspapier veröffentlichten Leitlinienentwurf teilt die ESMA [Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde] mit, dass die folgenden Voraussetzungen zu erfüllen sind, damit hieraus ein berechtigtes Interesse für den Aufschub der Veröffentlichung von Insider-Informationen abgeleitet werden kann:

- a) eine Bekanntmachung, dass die Zustimmung durch ein weiteres Organ des Emittenten noch aussteht, würde die richtige Bewertung der Information durch die Öffentlichkeit beeinträchtigen;
- b) eine Bekanntmachung, dass die Zustimmung eines weiteren Organs des Emittenten noch aussteht, würde die Beschlussfreiheit des weiteren Organs beeinträchtigen;
- c) der Emittent hat dafür Sorge getragen, dass der Beschluss des zuständigen Or-

<sup>49</sup> Der rechtsverbindliche Text liegt zurzeit nur in englischer Sprache vor (siehe hierzu Fn. 46), der nachfolgende Text wurde durch Pesch/Siegmann übersetzt.

gans nach Möglichkeit noch am selben Tag ergeht;

- d) der Beschluss des für die Zustimmung verantwortlichen Organs wird voraussichtlich von dem Beschluss des Leitungsorgans abweichen, wie dies zum Beispiel der Fall wäre, *wenn beide Organe die Meinung derselben im Leitungsorgan vertretenen Anteilseigner wiedergeben*<sup>1</sup> oder wenn ein solches Organ durchgängig die Entscheidungen des Leitungsorgans zu ähnlichen Themen genehmigt hat.

1 Anm. des Autors: trifft auf Deutschland nicht zu, daher kursiv.

Die ESMA hat an keiner Stelle in den Guidelines die Frage beantwortet, ob die Selbstbefreiungsentscheidung bewusst getroffen werden muss. Nach Klöhn ginge die ESMA in ihren Stellungnahmen wie selbstverständlich davon aus<sup>50</sup>. Weiter blieb offen, wer, wenn eine bewusste Entscheidung nötig ist, diese zu treffen habe: Der Vorstand als Organ; ein Ausschuss mit mindestens einem Vorstandsmitglied oder gar die Rechts- oder Complianceabteilung<sup>51</sup>. Da es nach MAR „unter eigener Verantwortung“ geschieht, spricht viel dafür, dass ein Vorstandsmitglied beteiligt sein muss.<sup>52</sup>

Um es noch einmal zu unterstreichen: „an demselben Tag“ kann allenfalls der Bilanzausschuss seine Beschlüsse fassen, nachdem der Vorstand die Bilanz „verabschiedet“ hat. Personalentscheidungen dürften eigentlich nicht schon nach einer Präsidiumssitzung feststehen. Und für Zustimmungsbedürftige Geschäfte gilt eigentlich auch nicht Sitzung am selben Tag. So auch die Hinweise von Seibt und Krämer/Kiefner (oben Fn. 47, beide Beiträge hofften noch auf die BaFin. Aber am 20.10.2016 veröffentlichte die ESMA in deutscher Übersetzung ihre MAR-Leitlinien zum Aufschub der Offenlegung von Insiderinformationen (ESMA/2016/1478/DE. Und was liest man da unter 5.:

Die Insiderinformationen beziehen sich auf vom Geschäftsführungsorgan eines Emittenten getroffene Entscheidungen oder abgeschlossene Verträge, die gemäß dem innerstaatlichen Recht oder den Statuten des Emittenten der Zustimmung durch ein

anderes Organ des Emittenten (abgesehen von der Hauptversammlung der Aktionäre) bedürfen, um wirksam zu werden, sofern die folgenden Voraussetzungen erfüllt sind:

- i. Die unverzügliche Offenlegung dieser Informationen vor einer endgültigen Entscheidung würde die korrekte Bewertung der Informationen durch das Publikum gefährden und
- ii. der Emittent hat dafür gesorgt, dass die endgültige Entscheidung so schnell wie möglich getroffen wird.

Zur Wirksamkeit der Leitlinien heißt es unter 4.2: Die zuständigen Behörden, für die diese Leitlinien gelten, müssen der ESMA binnen zwei Monaten nach Veröffentlichung dieser Leitlinien durch die ESMA per E-Mail an die Adresse [MARGuidelines-GL3@esma.europa.eu](mailto:MARGuidelines-GL3@esma.europa.eu) mitteilen, ob sie den Leitlinien nachkommen oder nachzukommen beabsichtigen; eine etwaige Ablehnung ist zu begründen. Geht innerhalb dieser Frist keine Mitteilung ein, wird davon ausgegangen, dass die zuständigen Behörden den Leitlinien nicht nachkommen. Eine entsprechende Vorlage für diese Mitteilung ist auf der ESMA-Website verfügbar.

Was tat nun die BaFin, in voller Kenntnis der deutschen Corporate Governance, dem dualistischen System von Vorstand und Aufsichtsrat? Unter dem 6.12.2016 veröffentlicht sie<sup>53</sup>. Zur Anwendbarkeit der ESMA Leitlinien:

„Die Bundesanstalt hat ESMA mitgeteilt, diesen Leitlinien nachzukommen. Die BaFin zieht daher nunmehr im Rahmen ihrer Verwaltungspraxis diese Leitlinien zur Konkretisierung der Voraussetzungen des Art. 17 Abs. 4 MAR heran.“

Und in ihren FAQ's vom 22.12.2016<sup>54</sup> wird schlicht geschrieben:

III:1.: Meint die Übersetzung von „as soon as possible“ als „sobald wie möglich“ das bisherige Verständnis der BaFin in Form von „unverzüglich“? Antwort: Ja, die BaFin hält an ihren Ausführungen zum Unverzüglichkeitsgebot der Veröffentlichung fest.

Und auf den „Erläuterungsveranstaltungen“ der BaFin von Ende 2016 findet man auf der Folie zur Selbstbefreiung<sup>55</sup> (S.8)

50 AaO. S. 431

51 Gegen ein zwingendes Erfordernis: Klöhn, Kölner Kommentar zum WpHG § 15 Rz. 312 ff. und Assman/Schneider WpHG § 15 Rn. 165 a ff. Die Rechtsprechung und die BaFin waren teilw. strenger.

52 So auch Poelzig NZG 2016 S. 765, auch Seibt/von Riegen 26.10.2015 [http://knowledge.freshfields.com/de/Germany/tr/1310/bmf\\_ver\\_ffentlicht\\_umsetzungsgesetz\\_zur\\_26.04.18](http://knowledge.freshfields.com/de/Germany/tr/1310/bmf_ver_ffentlicht_umsetzungsgesetz_zur_26.04.18) und nunmehr BaFin FAQ [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/FAQ/dl\\_faq\\_mar\\_art\\_17\\_Ad-hoc.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=10](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/FAQ/dl_faq_mar_art_17_Ad-hoc.pdf?__blob=publicationFile&v=10) III. 2. [26.04.18]

53 [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Anlage/161205\\_Aufschub\\_Insiderinformationen\\_ESMA.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Anlage/161205_Aufschub_Insiderinformationen_ESMA.html) [26.04.18]

54 [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/FAQ/dl\\_faq\\_mar\\_art\\_17\\_Ad-hoc.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=10](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/FAQ/dl_faq_mar_art_17_Ad-hoc.pdf?__blob=publicationFile&v=10) [26.04.18]

55 Siehe den gesamten Foliensatz: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Veranstaltung/dl\\_170102\\_Vortrag2\\_Veroeffentlichung\\_von\\_Insiderinformationen\\_AdHoc\\_Publizitaet.pdf?\\_\\_blob=publicationFile&v=5](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Veranstaltung/dl_170102_Vortrag2_Veroeffentlichung_von_Insiderinformationen_AdHoc_Publizitaet.pdf?__blob=publicationFile&v=5) [26.04.18]

## 1 Berechtigtes Interesse des Emittenten

§ 6 WpAIV und Abschnitt 5 Nr. 1 Guidelines ESMA/2016/1478 DE

- Insiderinformation bezieht sich auf vom Geschäftsführungsorgan getroffene Entscheidungen oder Verträge, die der Zustimmung durch ein anderes Organ (außer HV) bedarf, um wirksam zu werden

hier weitere Voraussetzungen: die unverzügliche Offenlegung vor einer endgültigen Entscheidung würde die korrekte Bewertung der Insiderinformation durch das Publikum gefährden (siehe hierzu auch Final Report ESMA/2016/1130, Rz 66:... where the Management Board has doubts as to whether the decision of the Supervisory Board will be in line with its decision and sees a rejection or an amendment to their decision as a possible scenario, then the public could be misled by immediate public disclosure of the information, as they may see the decision of the Supervisory Board as granted while it is not) und der Emittent hat dafür Sorge getragen, dass die endgültige Entscheidung so schnell wie möglich getroffen wird.

Keine „Durchwinkentscheidungen“ bei Aufschub wegen fehlender Zustimmung eines anderen Organs.

Es sollen schon – so hört man – um den BaFin-Anforderungen zu genügen, Aufsichtsratssitzungen innerhalb von 24 Stunden nach der Vorstandssitzung terminiert, um dann nach der Aufsichtsratssitzung „as soon as possible“ den Sachverhalt zu veröffentlichen.

Auch wenn die Bußgelder durch die MAR noch erhöht worden sind, diese Haltung der BaFin sollte nicht hingenommen werden. Da ist sind das Bundesfinanzministerium, die Rechtsprechung und die Unternehmen selbst gefragt.

Jetzt sollte man erst einmal intensiv an die Selbstbefreiung denken.

### 4.2.2 Die berechtigten Interessen des Emittenten

Art. 17 Abs. 4 MAR hat drei Voraussetzungen, die sämtlich erfüllt sein müssen.

- Berechtigtes Interesse des Emittenten
- Geheimhaltung sichergestellt
- keine Irreführung der Öffentlichkeit.

Nach bisherigem Recht lag ein „berechtigtes Emittenteninteresse“ nur vor, wenn das geheimhaltungsinteresse des Emittenten das Informationsinteresse des Marktes überwog (§6 Satz 1 WpAIV). Gemäß 17 Abs. 4 MAR ist lediglich erforderlich, dass die Veröffentlichung geeignet ist, die legitimen Interessen des Emittenten zu gefährden, ein Überwiegen des so definierten Geheimhaltungsinteresses gegenüber dem Informationsinteresse des Marktes ist nicht erforderlich.<sup>56</sup>

### 4.2.3 Gewährleistung der Vertraulichkeit

Zu veröffentlichen ist allerdings nach Art. 17 Abs. 7 und 8 MAR:

(7) Wenn die Offenlegung von Insiderinformationen gemäß Absatz 4 oder 5 aufgeschoben wurde und die Vertraulichkeit der dieser Insiderinformationen nicht mehr gewährleistet ist, muss der Emittent die Öffentlichkeit so schnell wie möglich über diese Informationen informieren.

Dieser Absatz schließt Sachverhalte ein, bei denen ein Gerücht auf eine Insiderinformation Bezug nimmt, die gemäß Absatz 4 oder 5 nicht offengelegt wurden, wenn dieses Gerücht ausreichend präzise ist, dass zu vermuten ist, dass die Vertraulichkeit dieser Information nicht mehr gewährleistet ist.

(8) Legt ein Emittent oder ein Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate oder eine in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Person im Zuge der normalen Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufs oder der normalen Erfüllung ihrer Aufgaben gemäß Artikel 10 Absatz 1 Insiderinformationen gegenüber einem Dritten offen, so veröffentlicht er diese Informationen vollständig und wirksam, und zwar zeitgleich bei absichtlicher Offenlegung und unverzüglich im Fall einer nicht absichtlichen (gemeint: grob fahrlässig<sup>57</sup>) Offenlegung. Dieser Absatz gilt nicht, wenn die die Informationen erhaltende Person zur Verschwiegenheit verpflichtet ist, unabhängig davon, ob sich diese Verpflichtung aus Rechts- oder Verwaltungsvorschriften, einer Satzung oder einem Vertrag ergibt.

Aus letztem kann man ein weiteres Argument für die Information gegenüber den Arbeitnehmervertretern (und deren Hinzuziehung von Beratern), Betriebsräten und Wirtschaftsausschussmitgliedern wie sie oben S. 14 ff. diskutiert wurde herleiten<sup>58</sup>. Eine Veröffentlichung wäre dann nur erforderlich wenn die Information trotz der Geheimhaltungspflichten durchsickert (Art. 17 Abs. 4 MAR).

Bei Kredit- oder Finanzinstituten kann nach Art. 17 Abs. 5 MAR schließlich zur „Wahrung der Stabilität des Finanzsystems“ die Offenlegung aufschieben.

<sup>56</sup> Klöhn aaO. S. 430 mit dem Hinweis auch auf Publikationen der ESMA in Fn. 72 und auch Poelzig NZG 2016 S.764.

<sup>57</sup> Klöhn aaO. S. 430.

<sup>58</sup> So auch Zetsche NZG 2015 S. 823 f. A.A. aber z.B. Poelzig NZG 2016 S. 534 m.w.N.



### 4.3 Nachbemerken für Arbeitnehmervertreter

Man muss davon ausgehen – so die BaFin auch bisher –, dass die Aufsichtsräte selbst gefordert, sind hier ihren Vorständen bei mehrstufigen Entscheidungen Bescheid zu geben, dass diese eine Selbstbefreiung vor der Aufsichtsratssitzung beschließen müssten. Es gilt noch einmal: „Mehr Angst vor dem Aufsichtsrat als vor der BaFin“. Es wird allerdings gerade bei den Mehrstufigen Entscheidungen dauern, bis sich hier eine „Verwaltungspraxis“ eingespielt hat. Immerhin hat die ESM in ihren Guidelines das Phänomen der zweistufigen Organisationsverfassung wie es in Deutschland gilt, zur Kenntnis genommen.

#### Zur Gewährleistung der Vertraulichkeit hieß es bisher im Emittentenleitfaden (S. 61 f.):

Der Emittent hat durch organisatorische Maßnahmen zu gewährleisten, dass die in dem Unternehmen vorhandenen Insiderinformationen im Zeitraum des Aufschubs nur an Personen weitergegeben werden, die diese zur Wahrnehmung der ihnen übertragenen Aufgaben benötigen. Soweit allerdings in diesem Zeitraum Teile der der Insiderinformation zugrunde liegenden Umstände als Gerücht kolportiert werden oder sogar Details öffentlich bekannt werden, ist die Vertraulichkeit jedenfalls dann nicht mehr erfüllt, wenn der Emittent weiß oder Grund zu der Annahme hat, dass die Gerüchte über das Bekanntwerden der Details auf einer Vertraulichkeitslücke in seinem Herrschaftsbereich zurückzuführen sind.“

Handelt es sich jedoch um Gerüchte, deren Auftreten nicht auf einer dem Emittenten zurechenbaren Vertraulichkeitslücke zurückzuführen sind, besteht für den Emittenten die Befugnis, den Aufschub der Veröffentlichung fortzusetzen. Wichtig ist, dass der Emittent, und dies gilt dann auch für Vorstandsmitglieder oder Aufsichtsratsmitglieder, in diesen Fällen nicht aktiv gegenläufige Erklärungen abgeben oder Signale (Dementis) setzen darf, da andernfalls die Öffentlichkeit irreführt werden könnte. Die BaFin empfahl bisher: „Der Emittent sollte sich in diesen Fällen auf eine ‚No Comment Policy‘ beschränken.“

#### Jedoch lautet Art. 17 Abs. 7 MAR:

(7) Wenn die Offenlegung von Insiderinformationen gemäß Absatz 4 oder 5 aufgeschoben wurde und die Vertraulichkeit der dieser Insiderinformationen nicht mehr gewährleistet ist, muss der Emittent die Öffentlichkeit so schnell wie möglich über diese Informationen informieren. Dieser Absatz schließt Sachverhalte ein, bei denen ein Gerücht auf eine Insiderinformation Bezug nimmt, die gemäß Absatz 4 oder 5 nicht offengelegt wurden, wenn dieses Gerücht ausreichend präzise ist, dass zu vermuten ist, dass die Vertraulichkeit dieser Information nicht mehr gewährleistet ist. Es entfällt

also das Geheimhaltungsprivileg- im Gegensatz zur BaFin- unabhängig davon, ob die Gerüchte aus der Sphäre des Emittenten stammen.<sup>59</sup>

Also: wir Arbeitnehmervertreter sagen weiter: „keinen Kommentar“.

Form und Aufbau der Ad-hoc-Meldung, Form und Inhalt der Vorabmitteilung des Emittenten und schließlich die Veröffentlichung der Ad-hoc-Mitteilung selbst sind Aufgaben der Vorstände des Unternehmens, es soll hier auf eine nähere Darstellung verzichtet werden.

Im Hinblick auf den Stand der Erläuterungen von Insiderinformationen, Verbot von Insidergeschäften und Ad-hoc-Publizität soll hier noch einmal zusammenfassend auf die Arbeit der Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat eingegangen werden.

Bei börsennotierten Aktiengesellschaften ist bei Arbeitnehmersprechungen zu Aufsichtsratssitzungen zunächst immer zu klären, ob seitens des Vorstandes von den Befreiungsregelungen Gebrauch gemacht wurde. Ist dies der Fall, ist genau zu prüfen, wer außer den Arbeitnehmervertretern im Aufsichtsrat und dem oder den Vorstandsmitgliedern hier noch zur Vorbesprechung eingeladen werden kann. Es geht immer um die Frage, ob dabei Insiderinformationen dann den hinzugezogenen Personen mitgeteilt werden und ob hierzu eine Befugnis besteht. Andererseits ist nochmals darauf hinzuweisen, dass die hier „befugter Weise“ Hinzugezogene – z.B. als Berater oder als Betriebsräte/Wirtschaftsausschussmitglieder oder Arbeitnehmervertreter in Aufsichtsräten verbundene Unternehmen – selbst dem Insiderstrafrecht des § 38 WpHG unterliegen. Auch darüber sollte bei der Hinzuziehung Klarheit herrschen.

Nach den Aufsichtsratssitzungen dürfte sich oft eine eigenartige Lage ergeben, denn danach dürfte der Befreiungszeitraum des Art. 17 MAR abgelaufen und die Pflicht zur unverzüglichen Nachholung der Veröffentlichung über die Insiderinformationen seitens des Vorstandes gegeben sein.

Es empfiehlt sich, dass der Aufsichtsrat regelt, dass er die vom Vorstand vorzunehmende Ad-hoc-Mitteilung zeitgleich mit dem elektronisch betriebenen Informationsverbreitungssystem erhält. Zumindest aber sollte zeitgleich eine Information an die Aufsichtsräte mit der Veröffentlichung auf der Web-Site des Unternehmens geschehen. Da die Veröffentlichung auf der Web-Site nicht vor der Veröffentlichung über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem erfolgen darf, läge man also auf der sicheren Seite. Auf der Basis dieser Veröffentlichungen sind dann die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat in der Lage, ohne Bedrohung durch das Insiderrecht die betriebsinterne Kommunikation zum Beispiel gegenüber Betriebsräten und den Belegschaften vorzunehmen. Dabei ist allerdings die gesetzliche Verschwiegenheits-

<sup>59</sup> Seibt/Wollenschläger AG 2014 S. 600; Klöhn aaO. S. 431.

pfligt der §§ 116, 93 AktG zu beachten. Sie kann gegeben sein, auch wenn es sich nicht um Insiderinformationen im Sinne des WpHG handelt.

## 5 GESCHÄFTE VON FÜHRUNGSPERSONEN UND INSIDERVERZEICHNISSE

### 5.1 Eigengeschäfte von Führungspersonen gemäß Art. 19 MAR

Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats waren schon nach bisherigem Recht verpflichtet, eigene Geschäfte mit Wertpapieren des Unternehmens mitzuteilen. Im angelsächsischen Sprachgebrauch hat sich für derartige Geschäfte der Begriff Director's Dealings eingebürgert, der seit einigen Jahren auch in Deutschland verwandt wird. Jetzt heißt es in der englischen Fassung: „Managers Transactions“, mit Führungskräften durchaus passend übersetzt. Neben einer Erhöhung der Markttransparenz liegt der Vorschrift der Gedanke zugrunde, die Anleger darüber zu informieren, wenn die Verwaltungsmitglieder sich von Aktien ihres Unternehmens trennen oder wenn sie dessen Aktien erwerben, da diese Verhaltensweise eine Indikatorwirkung innehat<sup>60</sup>.

#### Nunmehr also gilt Art. 19 MAR

(1) Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, sowie in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen melden dem Emittenten<sup>61</sup> oder dem Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate und der in Absatz 2 Unterabsatz 2 genannten zuständigen Behörde

- a) in Bezug auf Emittenten jedes Eigengeschäft mit Anteilen oder Schuldtiteln dieses Emittenten oder damit verbundenen Derivaten oder anderen damit verbundenen Finanzinstrumenten;
- b) in Bezug auf Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate jedes Eigengeschäft mit Emissionszertifikaten, darauf beruhenden Auktionsobjekten oder deren damit verbundenen Derivaten.

Diese Meldungen sind unverzüglich und spätestens drei<sup>62</sup> Geschäftstage nach dem Datum des Geschäfts vorzunehmen.

Unterabsatz 1 gilt ab dem Zeitpunkt, an dem der sich aus den Geschäften ergebende Gesamtbetrag

den in Absatz 8<sup>63</sup> beziehungsweise 9 genannten Schwellenwert innerhalb eines Kalenderjahrs erreicht hat.

(2) Zum Zweck von Absatz 1 und unbeschadet des Rechts der Mitgliedstaaten, über die in diesem Artikel genannten hinausgehende Meldepflichten festzulegen, müssen alle Eigengeschäfte von in Absatz 1 genannten Personen zuständigen Behörden von diesen Personen gemeldet werden.

Definiert werden die Führungspersonen in Art.3 Abs. 1 Nr. 25 MAR:

eine Person innerhalb eines Emittenten, eines Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate oder eines anderen in Artikel 19 Absatz 10 genannten Unternehmens,

- a) die einem Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan dieses Unternehmens angehört oder
- b) die als höhere Führungskraft zwar keinem der unter Buchstabe a) genannten Organe angehört, aber regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen mit direktem oder indirektem Bezug zu diesem Unternehmen hat und befugt ist, unternehmerische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven dieses Unternehmens zu treffen;

Unter Buchstabe a) fallen alle Mitglieder des Vorstands unabhängig von ihrem Aufgabenbereich und alle Mitglieder des Aufsichtsrates, unabhängig ob Anteilseigner oder Arbeitnehmervertreter<sup>64</sup>. Beginn ist der Zeitpunkt der Bestellung, Ende das Amtsende. Gleichermaßen gilt dies für Organmitglieder der SE (auch Verwaltungsrat).

Unter Buchstabe b) fallen wie bisher nach § 15 a WpHG nur wenige Personen:

Die BaFin geht davon aus<sup>65</sup>, „dass bei Aktiengesellschaften, die nach deutschem Recht gegründet wurden, bzw. bei Gesellschaften, die über eine der deutschen Aktiengesellschaft entsprechende Organstruktur verfügen, nur sehr wenige Personen von dieser Regelung betroffen sein werden. Eine solche Rolle können Generalbevollmächtigte eines Emittenten oder Mitglieder eines so genannten erweiterten Vorstandes innehaben. Bei Aktiengesellschaften, die nach ausländischem bzw. europäischem Recht gegründet worden sind und z.B. über einstufige Management- bzw. Board-Systeme verfügen, könnten sonstige Führungspersonen häufiger anzutreffen sein. Es ist für die Mitteilungspflicht nicht notwendig, dass die Führungsperson die Entscheidungen alleine treffen kann. Es reicht

<sup>60</sup> Hierzu gibt es auch wissenschaftliche Untersuchungen.

<sup>61</sup> Unter Umständen auch Freiverkehr s. Abs. 4

<sup>62</sup> Und nicht wie bisher 5, § 15a WpHG ist aufgehoben.

<sup>63</sup> Seit 1.1.2020 durch BaFin-Verfügung 20000 ohne Netting (also keine Verrechnung).

<sup>64</sup> Nicht erfasst sind die Ersatzmitglieder solange sie nicht nachgerückt sind. Kumpan AG 2016, S. 449.

<sup>65</sup> Emittentenleitfaden 2013 S. 71 s. auch Hitzer/Wasmann DB 2016 S. 1483.

aus, wenn die Führungsperson Mitglied des Gremiums ist, das die Entscheidung trifft.

Nicht beim Emittenten, sondern bei Tochter- oder Muttergesellschaften bzw. konzernverbundenen Unternehmen tätige Personen zählen definitionsgemäß nicht zu den sonstigen Führungspersonen, da die Norm nur auf die Personen abstellt, die bei dem börsennotierten Emittenten selbst Führungsaufgaben wahrnehmen. Dies gilt in der Regel auch für vom Mutterkonzern entsandte Führungskräfte. Allein die Tatsache, dass eine sonstige Führungskraft auf dem Insiderverzeichnis des Emittenten geführt wird, begründet noch keine Mitteilungspflicht dieser Person nach § 15a WpHG.“

Weiterhin fallen unter Art. 19 Abs. 1 MAR nach der Definition des Art. 3 Nr. 26: „eng verbundene Personen“

- a) den Ehepartner oder einen Partner dieser Person, der nach nationalem Recht einem Ehepartner gleichgestellt ist;
- b) ein unterhaltsberechtigtes Kind entsprechend dem nationalen Recht<sup>66</sup>; nach BaFin Emittentenleitfaden 2013: „Kinder unter 18 Jahren, die nicht berufstätig sind, und volljährige Kinder bis zum Ende der Schulausbildung bzw. der ersten Ausbildung werden in der Regel nach § 15a WpHG mitteilungsspflichtig sein.“
- c) einen Verwandten, der zum Zeitpunkt der Tätigkeit des betreffenden Geschäfts seit mindestens einem Jahr demselben Haushalt angehört oder
- d) eine juristische Person, Treuhand oder Personengesellschaft, deren Führungsaufgaben durch eine Person, die Führungsaufgaben wahrnimmt, oder eine in den Buchstaben a, b oder c genannte Person wahrgenommen werden, die direkt oder indirekt von einer solchen Person kontrolliert wird, die zugunsten einer solchen Person gegründet wurde oder deren wirtschaftliche Interessen weitgehend denen einer solchen Person entsprechen;

Also

- Ehegatten oder eingetragene Lebenspartner (und zwar unabhängig davon, ob ein gemeinsamer Haushalt geführt wird).
- Unterhaltsberechtigter Kinder. Kinder, die nicht unterhaltsberechtigter sind, aber noch im selben Haushalt leben, sind ebenfalls von der Mitteilungspflicht erfasst.
- „Andere Verwandte, die zum Zeitpunkt des Abschlusses des mitteilungsspflichtigen Geschäfts seit mindestens einem Jahr mit der Führungsperson im selben Haushalt leben. Die Mittei-

lungspflicht besteht in diesen Fällen unabhängig vom Grad der Verwandtschaft“.

Eine Erläuterung der Mitteilungspflicht bei juristischen Personen und sonstigen Einrichtungen soll hier nicht erfolgen.

Mitteilungspflichtig sind nicht mehr nur Geschäfte in Aktien des Emittenten sondern Finanzinstrumente, nach Art. 3 Abs. 1 MAR.<sup>67</sup>

Es entsprach der bislang h.M. und der Verwaltungspraxis der BaFin, dass der grundsätzlich mitteilungsspflichtige Erwerb von Finanzinstrumenten keine Mitteilungspflicht nach § 15 a WpHG auslösten, wenn derartige Geschäfte auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil vorgenommen wurden. Durch die neue europäische Rechtslage muss man davon ausgehen, dass die alles sein Ende hat.<sup>68</sup>

## 5.2 Insiderlisten

Auch das Recht der Insiderverzeichnisse ist neugefasst worden<sup>69</sup>:

Nach Art. 18 Insiderlisten gilt:

- 1 Emittenten oder alle in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnden Personen sind verpflichtet,
  - a) eine Liste aller Personen aufzustellen, die Zugang zu Insiderinformationen haben, wenn diese Personen für sie auf Grundlage eines Arbeitsvertrags oder anderweitig Aufgaben wahrnehmen, durch die diese Zugang zu Insiderinformationen haben, wie Berater, Buchhalter oder Ratingagenturen (im Folgenden „Insiderliste“),
  - b) die Insiderliste im Einklang mit Absatz 4 rasch zu aktualisieren sowie
  - c) der zuständigen Behörde die Insiderliste auf deren Ersuchen möglichst rasch zur Verfügung zu stellen.
- 2 Emittenten oder alle in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnden Personen treffen alle erforderlichen Vorkehrungen, um dafür zu sorgen, dass alle auf der Insiderliste erfassten Personen die aus den Rechts- und Verwaltungsvorschriften erwachsenden Pflichten schriftlich anerkennen und sich der Sanktionen bewusst sind, die bei Insidergeschäften, unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen Anwendung finden.
- 3 Die Insiderliste umfasst mindestens
  - a) die Identität aller Personen, die Zugang zu Insiderinformationen haben,

67 Siehe im Einzelnen Kumpan aaO. S. 451 ff.

68 Im Einzelnen dazu Hitzer/Wasmann DB 2016 S. 1484 ff. und Poelzig NZG 2016 S. 768

69 S. dazu auch Haßler, DB 2016, S. 1920 ff.

66 §§ 1589, 1601, 1602 BGB, unmaßgeblich, ob tatsächlich Unterhalt geleistet wird

- b) den Grund der Aufnahme in die Insiderliste,
- c) das Datum, an dem diese Person Zugang zu Insiderinformationen erlangt hat sowie die entsprechende Uhrzeit und
- d) das Datum der Erstellung der Insiderliste.

im Rahmen dieses Artikels schriftlich in Kenntnis. Die Emittenten und Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate erstellen eine Liste der Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, sowie der Personen, die zu diesen in enger Beziehung stehen.

Weiter gilt eine Unterrichtungspflicht nach Art. 19 Abs. 5 MAR:

Die Emittenten und Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate setzen die Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, von ihren Verpflichtungen

Personen, die Führungsaufgaben wahrnehmen, setzen die zu ihnen in enger Beziehung stehenden Personen schriftlich von deren Verpflichtungen im Rahmen dieses Artikels in Kenntnis und bewahren eine Kopie dieses Dokuments auf.

### Beispiel für eine solche Unterrichtung:

Information über Verpflichtungen von Personen, die mit Führungskräften eng verbunden sind, zu Verpflichtungen nach Art. 19 der Marktmissbrauchsverordnung

Liebe/r [Name ergänzen],

die europäische Marktmissbrauchsverordnung<sup>1</sup> (nachfolgend „MAR“) sowie weitere Durchführungsregelungen sind u.a. in Deutschland unmittelbar anwendbar. Durch die MAR wird das Insider- und Marktmissbrauchsrecht in Bezug auf börsennotierte Finanzinstrumente in weiten Teilen neu geregelt. Da Finanzinstrumente der [Unternehmen ergänzen] (nachfolgend auch „Emittentin“) auf deren Antrag zum Handel an der [Name der Börse] zugelassen sind, fällt auch die [Unternehmen ergänzen] in den Anwendungsbereich der Regelungen der MAR.

Wie Du weißt, bin ich Mitglied des Aufsichtsrats der [Unternehmen ergänzen] und nehme daher Führungsaufgaben bei der [Unternehmen ergänzen] wahr. Art. 19 MAR enthält für Personen, die Führungsaufgaben bei einem Emittenten von Finanzinstrumenten wahrnehmen, sowie für Personen, die zu diesen in enger Beziehung stehen, u.a. die Pflicht, Eigengeschäfte mitzuteilen (sog. „Managers‘ Transactions“). Darüber hinaus bin ich verpflichtet, in enger Beziehung zu mir stehende Personen über ihre Verpflichtungen im Rahmen von Art. 19 MAR schriftlich in Kenntnis zu setzen.

Dieser Verpflichtung möchte ich mit diesem Schreiben nachkommen und ich darf Dich daher bitten, den Erhalt dieses Schreibens durch Unterzeichnung und Rücksendung der beigegefügtten Kopie an mich zu bestätigen.

Im Einzelnen beachte bitte insbesondere Folgendes:

- 1 Meldepflichten über Eigengeschäfte
  - a) Meldepflichtige Geschäfte

Nach Art. 19 Abs. 1 und 2 MAR bist Du verpflichtet, der [Unternehmen ergänzen] und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“) („Zuständige Behörde“) als der zuständigen Aufsichtsbehörde jedes Eigengeschäft mit Anteilen oder Schuldtiteln der [Unternehmen ergänzen] oder damit verbundenen Derivaten oder anderen damit verbundenen Finanzinstrumenten ab dem Zeitpunkt mitzuteilen, an dem der sich aus den Geschäften ergebende Gesamtbetrag die sog. Bagatellgrenze (wie nachstehend ausgeführt) innerhalb eines Kalenderjahres erreicht hat.

Der Anwendungsbereich der meldepflichtigen Geschäfte ist weit gefasst. Dieser erfasst insbesondere die in Art. 19 Abs. 7 MAR sowie in Art. 10 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/522 – nicht abschließend – aufgeführten Geschäftsarten wie:

- den Erwerb, Veräußerung, Leerverkauf, Zeichnung oder Austausch;
- Zeichnung einer Kapitalerhöhung oder Schuldtitelemmission;
- getätigte oder erhaltene Zuwendungen und Spenden sowie entgegengenommene Erbschaften;
- Geschäfte, die von einem Dritten im Rahmen eines einzelnen Portfolioverwaltungs- oder Vermögensverwaltungsmandats in Deinem Namen oder zu Deinen Gunsten ausgeführt werden; oder
- Geschäfte mit oder im Zusammenhang mit Derivaten, einschließlich Geschäften mit Barausgleich.

Bitte beachte, dass diese Aufzählung nicht vollständig ist und sich weitere Geschäftsarten aus den in Bezug genommenen Rechtsvorschriften ergeben.

Meldepflichtig sind alle Eigengeschäfte, die getätigt werden, nachdem innerhalb eines Kalenderjahres ein Gesamtvolumen von EUR 5.000,00 Geschäftswert erreicht ist (sog. „Bagatellgrenze“). Die Bagatellgrenze errechnet sich aus der Addition aller Geschäfte im Anwendungsbereich des Art. 19 MAR ohne Netting (das heißt, eine Verrechnung etwa von Käufen und Verkäufen findet nicht statt). Die Bagatellgrenze wird für jede meldepflichtige Person gesondert berechnet (d.h. Deine, meine Geschäfte und Geschäfte von weiteren Personen, die zu mir in enger Beziehung stehen, sind zur Berechnung der Bagatellgrenze nicht zusammen zu rechnen).

Die Zuständige Behörde ist ermächtigt, die Bagatellgrenze auf bis zu EUR 20.000,00 anzuheben, hat bis zum Tag dieses Schreibens hiervon jedoch bislang keinen Gebrauch gemacht.

#### b) Meldepflichtige Personen

Nicht nur ich selbst als Mitglied des Aufsichtsrats der [Unternehmen ergänzen] gehöre zu den meldepflichtigen Personen, sondern auch die mit mir in enger Beziehung stehenden Personen.

Dazu zählen nach Art. 3 Abs. 1 Nr. 26 MAR folgende Personen und Unternehmen:

- mein Ehepartner oder ein Partner, der nach nationalem Recht einem Ehepartner gleichgestellt ist,
- meine unterhaltsberechtigten Kinder entsprechend dem nationalen Recht,
- sonstige Verwandte, die mit mir zum Zeitpunkt der Tätigkeit des meldepflichtigen Geschäfts seit mindestens einem Jahr im selben Haushalt leben,
- eine juristische Person, Treuhand oder Personengesellschaft,
  - deren Führungsaufgaben durch Dich, mich oder eine andere der vorstehend genannten Personen (zum Beispiel als Mitglied eines dortigen Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans) wahrgenommen werden,
  - die direkt oder indirekt von Dir, mir oder einer anderen der vorstehend genannten Personen kontrolliert wird,
  - die zu Deinen oder meinen Gunsten oder zugunsten einer anderen der vorstehend genannten Personen gegründet wurde oder
  - deren wirtschaftliche Interessen weitgehend Deinen oder meinen wirtschaftlichen Interessen oder den wirtschaftlichen Interessen einer anderen der vorstehend genannten Personen entsprechen.

#### c) Frist der Meldungen

Nach Art. 19 MAR musst Du der [Unternehmen ergänzen] und der Zuständigen Behörde (hier: der BaFin) jedes meldepflichtige Eigengeschäft unverzüglich, spätestens jedoch drei Geschäftstage/Arbeitstage nach dem Datum des Geschäfts melden. Die [Unternehmen ergänzen] wiederum ist verpflichtet, die nach Art. 19 MAR erhaltene Meldung unverzüglich, spätestens jedoch drei Geschäftstage nach dem Datum des Geschäfts zu veröffentlichen.

Ungeachtet Deiner eigenen Verpflichtung zur unverzüglichen und fristgerechten Meldung von Geschäften nach Art. 19 MAR darf ich Dich bitten, mitteilungspflichtige Eigengeschäfte unverzüglich möglichst innerhalb eines Tages, spätestens jedoch zwei Tage nach dem Datum des Geschäfts mitzuteilen, damit die [Unternehmen ergänzen] ihrer Verpflichtung zur Veröffentlichung einer erhaltenen Meldung nach Art. 19 MAR fristgerecht nachkommen kann.

Nach der Verwaltungspraxis der BaFin sind unter Geschäftstage alle Wochentage zu verstehen, die keine Sonn- oder Feiertage sind. Als Feiertage gelten solche Tage, die am Sitz der [Unternehmen ergänzen] oder an einem der Dienstsitze der BaFin (Hessen und/oder Nordrhein-Westfalen) ein gesetzlicher Feiertag sind. Bei der Berechnung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht darf ich Dich daher bitten zu beachten, dass Sonnabende als Geschäftstage gelten.

Um eine fristgerechte Mitteilung meldepflichtiger Geschäfte sicherzustellen, empfehle ich Dir, bei über eine Depotbank veranlassten Geschäften sicherzustellen, dass die Depotbank Dir die Ausführung von Aufträgen möglichst taggleich mitteilt.

#### d) Form der Meldungen

In einer Meldung sind die in Art. 19 Abs. 6 MAR geforderten Angaben zu machen und zudem ist das Mitteilungsformular zu benutzen, welches durch die Durchführungsverordnung (EU) 2016/5232 verbindlich vorgegeben ist.

Die Übermittlung der Meldung muss elektronisch erfolgen. Die Zuständige Behörde (hier: BaFin) gibt die elektronischen Mittel für die Übermittlung der Mitteilung an sie auf ihrer Website bekannt.

## 2 Liste und Belehrungspflicht gegenüber Personen, die zu Ihnen in enger Beziehung stehen

Die [Unternehmen ergänzen] ist verpflichtet, eine Liste der Personen, die Führungsaufgaben bei ihr wahrnehmen, und der Personen, die mit diesen in enger Beziehung stehen, zu führen. Zum Zwecke der Erstellung dieser Liste bin ich



verpflichtet, der [Unternehmen ergänzen] die Vor- und Familiennamen (soweit zur Unterscheidung erforderlich, ggf. auch das Geburtsdatum) der zu mir in enger Beziehung stehenden natürlichen Personen bzw. Namen, Rechtsform und Sitz der zu mir in enger Beziehung stehenden Unternehmen mitzuteilen.

Diese Liste hat auch jede juristische Person, Treuhand oder Personengesellschaft zu erfassen

- deren Führungsaufgabe durch Dich (d.h. als Mitglied eines dortigen Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans oder als höhere Führungskraft, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen mit direktem oder indirektem Bezug zu diesem Unternehmen hat und befugt ist, unternehmerische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven dieses Unternehmens zu treffen) wahrgenommen werden;
- die direkt oder indirekt von Dir kontrolliert wird oder die zu Deinen Gunsten gegründet wurde; oder
- deren wirtschaftliche Interessen weitgehend Deinen entsprechen,

weil diese Rechtspersonen oder Unternehmen auch als zu mir eng verbundene Personen (wie vorstehend ausgeführt) angesehen werden. Damit die [Unternehmen ergänzen] die Liste richtig und vollständig führen und ich meiner Verpflichtung nachkommen kann, auch diese als zu mir in enger Beziehung stehenden Personen von ihren Verpflichtungen nach Art. 19 MAR in Kenntnis zu setzen, darf ich Dich bitten, soweit einschlägig, mir die entsprechenden Angaben mitzuteilen.

Die [Unternehmen ergänzen] wird die ihr übermittelten Angaben selbstverständlich vertraulich behandeln. Die Daten werden ausschließlich zum Zwecke der Erfüllung der gesetzlichen Verpflichtung zur Führung einer Liste nach Art. 19 Abs. 5 MAR durch die [Unternehmen ergänzen] erhoben und gespeichert.

### 3 Anwendbare Vorschriften

Die vorstehend erläuterten und in Bezug genommenen Vorschriften der MAR und begleitenden Verordnungen sind diesem Schreiben als Anlage beigefügt. [Hinweis: die Art. 3 und 19 MAR, Art. 7 – 10 der Verordnung (EU) 2016/522 der Kommission vom 17. Dezember 2015 sowie Art. 1 und 2 Auszug aus der Durchführungsverordnung (EU) 2016/523 der Kommission vom 10. März 2016 aus dieser Broschüre beigefügen]

### 4 Ihre Ansprechpartner

Für allgemeine Fragen zu Deinen Verpflichtungen nach Art. 19 MAR steht Dir [Name und Kontaktdaten von zuständiger Person aus dem Unternehmen einfügen] gerne zur Verfügung.

Angesichts der bei Pflichtverletzungen drohenden Sanktionen und der Tatsache, dass noch viele Details der oben genannten, neuen Regelungen ungewiss sind, empfehle ich Dir, bei eventuellen Geschäften gleich welcher Art in Anteilen oder Schuldtiteln der [Unternehmen ergänzen] oder damit verbundenen Derivaten oder anderen damit verbundenen Finanzinstrumenten ggf. auch rechtzeitig externe Beratung einzuholen, soweit dies erforderlich ist.

Mit freundlichen Grüßen

### EMPFANGSBESTÄTIGUNG

Hiermit bestätige ich, [Name], dieses Schreiben nebst Anlage erhalten zu haben.

\_\_\_\_\_  
Ort, Datum

\_\_\_\_\_  
Unterschrift

<sup>1</sup> VERORDNUNG (EU) Nr. 596/2014 DES EUROPÄISCHEN PARLAMENTS UND DES RATES vom 16. April 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und 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, Amtsblatt EU v. 12.06.2014, L 173/1.

<sup>2</sup> DURCHFÜHRUNGSVERORDNUNG (EU) 2016/523 DER KOMMISSION vom 10. März 2016 zur Festlegung technischer Durchführungsstandards im Hinblick auf das Format und die Vorlage für die Meldung und öffentliche Bekanntgabe der Eigengeschäfte von Führungskräften gemäß Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates, Amtsblatt EU v. 05.04.2016, L 88/19.

Der Emittent selbst also und zum anderen die in seinem Auftrag oder auf seine Rechnung handelnden Personen sind nach Art. 18 Abs. 2 MAR die Verzeichnisführungspflichtigen.

Dabei gab es – nicht zuletzt im Hinblick auf den Entwurf des 1. Emittentenleitfadens des BaFin in 2004 – Diskussionen darüber, ob beispielsweise

das Aufsichtsratsmitglied selbst ein eigenes Insiderverzeichnis führen müsse. Den Hintergrund der Überlegungen der BaFin bildete wohl die Einsicht, dass beim dualistischen System der Unternehmensverfassung es einen Personenkreis gibt, der mit Insiderinformationen befasst ist, aber eben nicht als Emittent selbst angesehen werden kann.

In seiner Stellungnahme hatte der DGB darauf hingewiesen, dass es zwar wichtig sei, dass bei der Hinzuziehung von Beratern durch das einzelne Aufsichtsratsmitglied zur Vorbereitung seiner eigenen Aufsichtsratsstätigkeit die Pflichten aus Insiderrecht und Aktienrecht sorgfältig zu beachten seien. Jedoch gehe der Emittentenleitfaden hier über den Gesetzeswortlaut hinaus. Vor allen Dingen müsse man fragen, ob dieser bürokratische Aufwand beim Einzelnen auch wirklich notwendig sei.

Das BaFin hatte ein „Einsehen“<sup>70</sup>:

„Die Mitglieder der Organe der Verzeichnisführungspflichtigen sind für den Emittenten tätig. In der Regel haben sie als Organmitglied bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen und sind daher in das Insiderverzeichnis des Emittenten aufzunehmen. Organmitglieder selbst haben jedoch kein eigenes Insiderverzeichnis zu führen.“

Man kann nur hoffen, dass es bei dieser Einsicht bleibt. Es sei an dieser Stelle jedoch noch einmal darauf hingewiesen, dass sich die Arbeitnehmervertreter im Aufsichtsrat gerade bei der Hinzuziehung von Beratern vergewissern müssen, dass diese sachgemäß mit den Insiderinformationen verfahren.

### 5.3 Handelsverbote während bestimmter Zeiträume

Nach Art. 19 Abs. 11 gilt: Unbeschadet der Artikel 14 und 15 darf eine Person, die bei einem Emittenten Führungsaufgaben wahrnimmt, weder direkt noch indirekt Eigengeschäfte oder Geschäfte für Dritte im Zusammenhang mit den Anteilen oder Schuldtiteln des Emittenten oder mit Derivaten oder anderen mit diesen in Zusammenhang stehenden Finanzinstrumenten während eines geschlossenen Zeitraums von 30 Kalendertagen vor Ankündigung eines Zwischenberichts oder eines

Jahresabschlussberichts tätigen, zu deren Veröffentlichung der Emittent verpflichtet ist:

- a) gemäß den Vorschriften des Handelsplatzes, auf dem die Anteile des Emittenten zum Handel zugelassen sind, oder
- b) gemäß nationalem Recht.

Nicht darunter fallen also die in enger Beziehung zu ihnen stehenden Personen.<sup>71</sup>

Ein solches Handelsverbot soll die insiderrechtlichen Verbote stärken.

Ankündigung ist ersichtlich schief, gemeint ist die Veröffentlichung dieser Berichte<sup>72</sup>.

Gemäß Art. 19 Abs. 12 kann der Emittent ausnahmsweise den Handel in dieser „Closed Period“ gestatten. Interessant ist Buchstabe b):

Vorausgesetzt, dass diese Geschäfte durch die Merkmale des betreffenden Geschäfts für Handel bedingt sind, die im Rahmen von Belegschaftsaktien oder einem Arbeitnehmersparplan, von Pflichtaktien oder von Bezugsberechtigungen auf Aktien oder Geschäfte getätigt werden, wenn sich die nutzbringende Beteiligung an dem einschlägigen Wertpapier nicht ändert.

## 6 ÜBRIGE VORSCHRIFTEN

Abschließend sollen noch zwei Themen kurze Erwähnung finden:

### 6.1 Verbot der Marktmanipulation

Art. 15 MAR lautet: Marktmanipulation und der Versuch (neu)hierzur sind verboten. Art.16 betrifft dann die Vorbeugung und Aufdeckung von Marktmissbrauch. Und Art. 12 umschreibt, was alles unter Marktmanipulation fällt. Ähnlich wie bisher § 20 a WpHG nimmt Art. 13 MAR vom Verbot des Art. 15 bestimmte Marktmanipulationen aus.<sup>73</sup> Dieses Thema ist jedoch im Grunde genommen für die Arbeitnehmervertreter irrelevant, von daher ist auf die Spezialliteratur und die Verordnung selbst zu verweisen.

### 6.2 Mitteilung-, Veröffentlichung und Übermittlung von Veränderungen des Stimmrechtsanteil an börsennotierten Gesellschaften

Es erhöht die Transparenz des Kapitalmarktes, wenn bekannt ist, wie die Aktionärsstruktur eines börsennotierten Unternehmens aussieht und die Veränderung maßgeblicher Stimmrechtsanteile veröffentlicht wird. Hierdurch werden zugleich auch wichtige Hinweise auf eventuell bevorstehende Unternehmensübernahmen gegeben.

Schließlich wirkt die Information über Veränderungen des Stimmrechtsanteils dem Missbrauch von Insiderinformationen entgegen. so beginnt das einschlägige Kapitel des Emittentenleitfadens (2013 S. 102). So richtig das ist, darüber gedruckt ist aber inzwischen veraltet.

Dafür ist auf der Basis einer europäischen Richtlinie<sup>74</sup> (v. 22.10.2013, ABl. 6.11.2013 L 294 / 13ff.) inzwischen ein Gesetz zur Umsetzung dieser Trans-

<sup>70</sup> S. jetzt auch im Leitfaden v. 2013 S. 98.

<sup>71</sup> Kumpan aaO. S. 456 und Hitzer/Wasmann aaO. S. 1487.

<sup>72</sup> Hitzer/Wasmann aaO. S. 1487, s. auch eingehend Poelzig aaO. S. 770.

<sup>73</sup> S. dazu zum Überblick nur Poelzig NZG 2016 S. 535 f.

<sup>74</sup> Dazu Parmentier AG 2014 S. 15 ff.

parenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie am 26.11.2015 in Kraft getreten<sup>75</sup>.

Betroffen sind die Rechnungslegung der Unternehmen, die Berichterstattung, auch unterjährig,

und das sog. Enforcement kapitalmarkt-orientierter Unternehmen, also der Überwachung der Rechnungslegung. Auch dies gehört zur Transparenz des Kapitalmarktes, von daher ist es auch sinnvoll, wenn dies europäisch angegangen wird. Es ist aber eine Spezialmaterie, die außerhalb der Themenstellung dieser Arbeitshilfe liegt

---

<sup>75</sup> S. nur Oser/Staß DB 2015 S. 2825 ff.

## 7 LINKS

Gesetz über den Wertpapierhandel

<https://www.gesetze-im-internet.de/wphg/>

[26.04.18]

Verordnung über Marktmissbrauch 2014

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:32014R0596>

[26.04.18]

Marktmissbrauchsrichtlinie 2014

<http://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:32014L0057>

[26.04.18]





[WWW.BOECKLER.DE](http://WWW.BOECKLER.DE)