



**University of  
Zurich**<sup>UZH</sup>

**Zurich Open Repository and  
Archive**

University of Zurich  
University Library  
Strickhofstrasse 39  
CH-8057 Zurich  
[www.zora.uzh.ch](http://www.zora.uzh.ch)

---

Year: 2009

---

## §§ 15a WpHG (Directors' Dealings) und 15b WpHG (Insiderverzeichnisse)

Sethe, Rolf

Posted at the Zurich Open Repository and Archive, University of Zurich

ZORA URL: <https://doi.org/10.5167/uzh-18219>

Book Section

Originally published at:

Sethe, Rolf (2009). §§ 15a WpHG (Directors' Dealings) und 15b WpHG (Insiderverzeichnisse). In: Assmann, Heinz-Dieter; Schneider, Uwe H. Wertpapierhandelsgesetz : WpHG : Kommentar. Köln: Schmidt, 1-109.

## § 15a

### Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das Unternehmensregister

(1) Personen, die bei einem Emittenten von Aktien Führungsaufgaben wahrnehmen, haben eigene Geschäfte mit Aktien des Emittenten oder sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten, insbesondere Derivaten, dem Emittenten und der Bundesanstalt innerhalb von fünf Werktagen mitzuteilen. Die Verpflichtung nach Satz 1 obliegt auch Personen, die mit einer solchen Person in einer engen Beziehung stehen. Die Verpflichtung nach Satz 1 gilt nur bei Emittenten solcher Aktien, die

1. an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen sind oder
2. zum Handel an einem ausländischen organisierten Markt zugelassen sind, sofern der Emittent seinen Sitz im Inland hat oder es sich um Aktien eines Emittenten mit Sitz außerhalb der Europäischen Union und des Europäischen Wirtschaftsraums handelt, für welche die Bundesrepublik Deutschland Herkunftsstaat im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes ist.

Der Zulassung zum Handel an einem organisierten Markt steht es gleich, wenn der Antrag auf Zulassung gestellt oder öffentlich angekündigt ist. Die Pflicht nach Satz 1 besteht nicht, solange die Gesamtsumme der Geschäfte einer Person mit Führungsaufgaben und der mit dieser Person in einer engen Beziehung stehenden Personen insgesamt einen Betrag von 5000 Euro bis zum Ende des Kalenderjahres nicht erreicht.

(2) Personen mit Führungsaufgaben im Sinne des Absatzes 1 Satz 1 sind persönlich haftende Gesellschafter oder Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten sowie sonstige Personen, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind.

(3) Personen im Sinne des Absatzes 1 Satz 2, die mit den in Absatz 2 genannten Personen in einer engen Beziehung stehen, sind deren Ehepartner, eingetragene Lebenspartner, unterhaltsberechtignte Kinder und andere Verwandte, die mit den in Absatz 2 genannten Personen zum Zeitpunkt des Abschlusses des meldepflichtigen Geschäfts seit mindestens einem Jahr im selben Haushalt leben. Juristische Personen, bei denen Personen im Sinne des Absatzes 2 oder des Satzes 1 Führungsaufgaben wahrnehmen, gelten ebenfalls als Personen im Sinne des Absatzes 1 Satz 2. Unter Satz 2 fallen auch juristische Personen, Gesellschaften und Einrichtungen, die direkt oder indirekt von einer Person im Sinne des Absatzes 2 oder des Satzes 1 kontrolliert werden, die zugunsten einer solchen Person gegründet wurden oder deren wirtschaftliche Interessen weitgehend denen einer solchen Person entsprechen.

(4) Ein Inlandsemittent hat Informationen nach Absatz 1 unverzüglich zu veröffentlichen und gleichzeitig der Bundesanstalt die Veröffentlichung mitzuteilen; er übermittelt sie außerdem unverzüglich, jedoch nicht vor ihrer Veröffentlichung dem Unternehmensregister im Sinne des § 8b des Handelsgesetzbuchs zur Speicherung. § 15 Abs. 1 Satz 2 gilt entsprechend mit der Maßgabe, dass die öffentliche Ankündigung eines Antrags auf Zulassung einem gestellten Antrag auf Zulassung gleichsteht.

**(5) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über den Mindestinhalt, die Art, die Sprache den Umfang und die Form der Mitteilung nach Absatz 1 und Absatz 4 Satz 1 sowie der Veröffentlichung nach Absatz 4. Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht übertragen.**

In der Fassung des 4. FFG vom 21.6.2002 (BGBl. I 2002, 2010); geändert durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz vom 28.10.2004 (BGBl. I 2004, 2630), das Gesetz zur Neuordnung des Pfandbriefrechts vom 22.5.2005 (BGBl. I 2005, 1373), das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 5.1.2007 (BGBl. I 2007, 10), das Finanzmarkttrichtlinie-Umsetzungsgesetz vom 16.7.2007, BGBl. I 2007, 1330.

**Europäische Rechtsakte:** Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16 (■Text unter [www.dieaktiengesellschaft.de](http://www.dieaktiengesellschaft.de)).

Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29.4.2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, ABl. EG Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70 (■Text unter [www.dieaktiengesellschaft.de](http://www.dieaktiengesellschaft.de)).

**Schrifttum:** *Agrawal/Jaffe*, Does Section 16b deter insider trading by target managers?, *Journal of Financial Economics* 39 (1995), 295; *Baums*, Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001; *Baums*, Anlegerschutz und Neuer Markt, *ZHR* 166 (2002), 375; *Baur/Wagner*, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Neuerungen im Börsen- und Wertpapierhandelsrecht, *Die Bank* 2002, 530; *Bednarz*, Pflichten des Emittenten bei einer unterlassenen Mitteilung von Directors' Dealings, *AG* 2005, 835; *Benesh/Pari*, Performance of Stocks Recommended on the Basis of Insider Trading Activity, *The Financial Review* 22 (1987), 145; *Bettis/Vickrey/Vickrey*, Mimickers of Corporate Insiders Who Make Large-Volume Trades, *Financial Analyst Journal* 53, 5 (1997), 57; *Bosse*, Wesentliche Neuregelungen ab 2007 aufgrund des Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes für börsennotierte Unternehmen, *DB* 2007, 39; *Buchta*, Die Haftung des Vorstands einer Aktiengesellschaft – aktuelle Entwicklungen in Gesetzgebung und Rechtsprechung (Teil II), *DStR* 2003, 740; *Bürgers*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, *BKR* 2004, 424, v. *Buttlar*, Directors' Dealings: Änderungsbedarf auf Grund der Marktmissbrauchsrichtlinie, *BB* 2003, 2133; *Deutsche Bank*, Directors' Dealings in Europe, 2004; *Diekmann/Sustmann*, Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), *NZG* 2004, 929; *Dier/Fürhoff*, Die geplante europäische Marktmissbrauchsrichtlinie, *AG* 2002, 608; *Dreyling*, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – Überregulierung oder Notwendigkeit?, *Die Bank* 2002, 16; *Dreyling*, Die Umsetzung der Marktmissbrauchs-Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, *Der Konzern* 2005, 1; *von Dryander/Schröder*, Gestaltungsmöglichkeiten für die Gewährung von Aktienoptionen an Vorstandsmitglieder im Lichte des neuen Insiderrechts, *WM* 2007, 534; *Dymke*, Directors' Dealings am deutschen Kapitalmarkt – eine empirische Bestandsaufnahme, *Finanz-Betrieb* 2007, 450; *Erkens*, Directors' Dealings nach neuem WpHG, *Der Konzern* 2005, 29; *Escher-Weingart/Hannich*, Gesetz zur Neuordnung des Pfandbriefrechts bestimmt den Kreis der Mitteilungspflichtigen gem. § 15a WpHG („Directors' Dealings“) neu, *NZG* 2005, 922; *Fenchel*, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz – ein Überblick, *DStR* 2002, 1355; *Finerty*, Insiders and Market Efficiency, *Journal of Finance* 31 (1976), 1141; *Fischer zu Cramburg/Hannich*, Directors' Dealings – Eine juristische und empirische Analyse des Handels von Organmitgliedern mit Aktien des eigenen Unternehmens, *Studien des Deutschen Aktieninstituts*, hrsg. von R. von Rosen, Heft 19, 2002; *Fleischer*, Directors' Dealings, *ZIP* 2002, 1217; *Fleischer*, Das Vierte Finanzmarktförderungsgesetz, *NJW* 2002, 2977; *Fleischer*, Empfiehlt es sich, im Interesse des Anlegerschutzes und zur Förderung des Finanzplatzes Deutschland das Kapitalmarkt- und Börsenrecht neu zu regeln?, *Gutachten zum 64. DJT*, 2002, S. F 1; *Fleischer*, Organpublizität im Aktien-, Bilanz- und Kapitalmarktrecht, *NGZ* 2006, 561; *Frie-*

*derich/Gregory/Matatko/Tonks*, Short-run Returns around the Trades of Corporate Insiders on the London Stock Exchange, *European Financial Management*, 8 (2002), 7; *Fürhoff/Schuster*, Entwicklung des Kapitalmarktaufsichtsrechts im Jahr 2002, BKR 2003, 134; *Gregory/Matatko/Tonks*, Detecting Information from Directors' Trades: Signal Definition and Variable Size Effects, *Journal of Business Finance & Accounting* 24 (1997), 309; *Gregory/Matatko/Tonks/Purkis*, UK directors' trading – the impact of dealings in smaller firms, *The Economic Journal* 104 (1994), 37; *Großmann/Nikoleyczik*, Praxisrelevante Änderungen des Wertpapierhandelsgesetzes – Die Auswirkungen des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes, DB 2002, 2031; *Grothaus*, Reform des Insiderrechts: Großer Aufwand – viel Rechtsunsicherheit – wenig Nutzen?, ZBB 2005, 62; *Gunßer*, Ad-hoc-Publizität bei Unternehmenskäufen und Übernahmen, *Hagen-Eck/Wirsch*, Gestaltung von Directors' Dealings und die Pflichten nach § 15a WpHG, DB 2007, 504; *Handelsrechtsausschuss des DAV*, Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG), NZG 2004, 703; *Heidorn/Meyer/Pietrowia*, Performance-Effekte nach Directors' Dealings in Deutschland, Italien und den Niederlanden, *Arbeitsberichte der HfB – Business School of Finance & Management*, Nr. 57, Frankfurt a.M. 2004; *Heinrich*, Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen und die Offenlegung von Beteiligungsverhältnissen, 2006; *Hillier/Marshall*, The Market Evaluation of Information in Directors' Trades, *Journal of Business Finance & Accounting* 29 (2002), 77; *Holzborn/Foelsch*, Schadensersatzpflichten von Aktiengesellschaften und deren Management bei Anlegerverlusten – Ein Überblick, NJW 2003, 932; *Holzborn/Israel*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz – Die Veränderungen im WpHG, VerkProspG und BörsG und ihre Auswirkungen in der Praxis, WM 2004, 1948; *Hutter/Leppert*, Das 4. Finanzmarktförderungsgesetz aus Unternehmenssicht, NZG 2002, 649; *Hower-Knobloch*, Directors' Dealings gem. § 15a WpHG, 2007; v. *Ilberg/Neuses*, Die Richtlinienvorschläge der EU-Kommission zum „Einheitlichen Europäischen Prospekt“ und zum „Marktmissbrauch“ aus Sicht der Praxis – Hintergrund, Inhalt und Kritik, WM 2002, 635; *Jaffe*, Special Information and Insider Trading, *Journal of Business* 47 (1974), 410; *Jeng/Metrick/Zeckhauser*, Estimating the Returns to Insider Trading: A Performance-Evaluation Perspective, *Review of Economics & Statistics* 85 (2003), 453; *King/Roell*, Insider Trading, *Economic Policy* 1988, 165; *Klawitter*, Kapitalmarktrechtliche Folgepflichten eines börsennotierten Unternehmens, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, 2. Aufl. 2008/2005, § 25; *Koch*, Neuerungen im Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität, DB 2005, 267; *Krimphove*, Aktuelle Entwicklung im europäischen Bank- und Kapitalmarktrecht, ZfgK 2005, 97; *Kuthe*, Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 883; *Lee/Bishara*, Recent Canadian Experience on the Profitability of Insider Trades, *The Financial Review* 24 (1989), 235; *Leppert/Stürwald*, Die insiderrechtlichen Regelungen des Vorschlags für eine Marktmissbrauchsrichtlinie und der Stand der Umsetzung im deutschen Wertpapierhandelsrecht, ZBB 2002, 90; *Letzel*, Directors' Dealings in der Unternehmenspraxis, BKR 2002, 862; *Madden*, The Performance of Common Stocks After Intensive Trading by Insiders, *The Financial Review* 14 (1979), 27; *Merkner*, Directors' Dealings – Der Anwendungsbereich von § 15a WpHG im Rahmen von Aktienoptionsprogrammen, BKR 2003, 733; *Mutter*, Die Holdinggesellschaft als reziproker Familienpool – Pflichten nach WpHG und WpÜG, DStR 2007, 2013; *Osterloh*, Directors' Dealings, 2007; *Pluskat*, Die durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz geänderte Regelung der Directors' Dealings vor dem Hintergrund der Richtlinie zur Durchführung der Marktmissbrauchsrichtlinie, BKR 2004, 467; *Pluskat*, Die Regelung der Directors' Dealings nach § 15a WpHG im Lichte der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie, Finanz-Betrieb 2004, 219; *Pluskat*, Die Neuregelung der Directors' Dealings in der Fassung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes, DB 2005, 1097; *Pope/Morris/Peel*, Insider Trading – Some Evidence on Market Efficiency and Directors' Share Dealings in Great Britain, *Journal of Business Finance & Accounting* 17 (1990), 359; *Posegga*, Pflicht zur Veröffentlichung von Directors' Dealings: Quo vadis, Anlegerschutz?, BKR 2002, 697; *Posegga*, Anlegerschutz bleibt durch ex-post-Transparenz bei Directors' Dealings auf der Strecke, BKR 2002, 1061; *Przewlocka*, Die rechtliche Regelung von Directors' Dealings in Deutschland und Polen, 2007; *Rau*, Directors' Dealings am deutschen Aktienmarkt, empirische Analyse meldepflichtiger Wertpapiergeschäfte, 2004; *Rau*, Meldepflichtige Wertpapiergeschäfte von Organmitgliedern („Directors' Dealings“), *Die Unternehmung*, 2003, 393; *von Rosen*, Interaktive Kommunikation mit dem Kapitalmarkt, in: FS Reinhart Schmidt, 2005, S. 79; *Rozeff/Zaman*, Market Efficiency and Insider Trading – New Evidence, *Journal of Business* 61 (1988), 25; *Rozeff/Zaman*,

## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

Overreaction and Insider Trading – Evidence from Growth and Value Portfolios, *Journal of Finance* 53 (1998), 701; *Rudolph*, Viertes Finanzmarktförderungsgesetz – ist der Name Programm?, *BB* 2002, 1036; *Rüttenauer*, Directors' Dealings, Untersuchung von Performanceeffekten nach meldepflichtigen Aktiengeschäften, 2007; *Schäfer*, Directors' Dealings, in: Marsch-Barner/Schäfer (Hrsg.), *Handbuch börsennotierte AG*, 2. Aufl. 2008/2005, § 15; *Uwe H. Schneider*, Der pflichtenauslösende Sachverhalt bei „Directors' Dealings“, *BB* 2002, 1817; *Uwe H. Schneider*, Meldepflichtige Wertpapiergeschäfte von Organmitgliedern („Directors' Dealings“) im Konzern, *AG* 2002, 473; *Schuster*, Kapitalmarktrechtliche Verhaltenspflichten von Organmitgliedern am Beispiel des § 15a WpHG, *ZHR* 167 (2003), 193; *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, 2005; *Seitz*, Die Integration der europäischen Wertpapiermärkte und die Finanzmarktgesetzgebung in Deutschland, *BKR* 2002, 340; *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005; *Seyhun*, Insiders' Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency, *Journal of Financial Economics* 16 (1986), 189; *Spindler*, Kapitalmarkt-reform in Permanenz – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, *NJW* 2004, 3449; *Strieder*, Abgrenzung der Regelberichterstattung von der Ad-hoc-Publizität, *Finanz-Betrieb* 2002, 735; *Süßmann*, in: Park (Hrsg.), *Kapitalmarktstrafrecht*, S. 665 ff.; *Taylor*, Teaching an Old Law New Tricks: Rethinking Section 16, 39 *Ariz. L. Rev.* (1997), 1315; *Tebroke/Wollin*, Directors' Dealings, Informationseffizienz und Handelsstrategien, *Die Unternehmung* 2005, 31; *Veil*, Gewinnabschöpfung im Kapitalmarktrecht, *ZGR* 2005, 155; *Wastl*, Directors' Dealings und aktienrechtliche Treuepflicht, *NZG* 2005, 17; *Weber*, Der Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsrichtlinie, *EuZW* 2002, 43; *Weber*, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2003, *NJW* 2004, 28; *Weiler/Tollkühn*, Die Neuregelung des „directors' dealing“ nach dem Vierten Finanzmarktförderungsgesetz, *DB* 2002, 1923; *Ziemons*, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, *NZG* 2004, 537.

## Inhaltsübersicht

<b>I. Entstehungsgeschichte</b> . . . . .	1	b) Organmitglieder des Mutterunternehmens	45
<b>II. Regelungsgegenstand und Bedeutung</b> . . . . .	9	c) In enger Beziehung stehende Personen (§ 15a Abs. 1 Satz 2, Abs. 3)	46
1. Inhalt der Regelung	9	d) Dritte	62
2. Ziele der Regelung	10	3. Mitteilungspflichtige Geschäfte	63
3. Alternativen und Reformvorschläge	16	a) Aktien oder sich darauf beziehende Finanzinstrumente	63
a) Handelsverbot	16	aa) Überblick	63
b) Pre-trading disclosure	17	bb) Aktien	65
c) Weitere Reformvorschläge	18	cc) Sich auf Aktien beziehende Finanzinstrumente	66
4. Tatsächliche Bedeutung der Regelung	19	b) Begriff des eigenen Geschäfts	71
<b>III. Regelungsvorbilder</b> . . . . .	20	aa) Schuldrechtliches oder dingliches Geschäft	71
<b>IV. Europarechtlicher Hintergrund</b> . . . . .	23	bb) Verpflichtung zu Doppelmitteilungen?	72
<b>V. Die Mitteilungspflicht (§ 15a Abs. 1)</b> . . . . .	27	cc) Art der schuldrechtlichen Geschäfte	77
1. Sachlicher Anwendungsbereich	27	dd) Maßgeblichkeit der eine Transaktion ausführenden Person?	86
a) Finanzinstrumente	28	4. Ausnahmen	93
b) Zulassung zu einer inländischen Börse (§ 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 1)	30	5. Rechtsfolgen	96
c) Ausländische Börsenzulassung (§ 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 2)	33	<b>VI. Die Mitteilung</b> . . . . .	99
2. Persönlicher Anwendungsbereich	35	1. Adressat der Mitteilung	99
a) Personen mit Führungsaufgaben (§ 15a Abs. 2)	35		

2. Inhalt der Mitteilung . . . . .	100	e) Verstoß gegen eine vollziehbare Anordnung . . . . .	135
3. Frist der Mitteilung . . . . .	105	2. Strafrechtliche Sanktionen . . . . .	136
4. Form der Mitteilung . . . . .	108	3. Naming and shaming . . . . .	137
<b>VII. Die Pflicht zur Verbreitung der Information (§ 15a Abs. 4 Satz 1).</b> . . . . .	109	4. Zivilrechtliche Sanktionen . . . . .	138
1. Anwendungsbereich . . . . .	109	a) § 134 BGB . . . . .	138
2. Die Pflicht zur Veröffentlichung . . . . .	114	b) Haftung aus §§ 37b, 37c . . . . .	139
a) Die Art der Veröffentlichung (§ 3a WpAIV) . . . . .	114	c) Deliktische Haftung . . . . .	140
b) Der Inhalt der Veröffentlichung (§ 12 WpAIV) . . . . .	117	d) Verletzung des Deutschen Corporate Governance Kodex . . . . .	142
c) Die Sprache der Veröffentlichung . . . . .	118	e) Entwurf eines Kapitalmarktinformationshaftungsgesetzes . . . . .	143
d) Der Frist der Veröffentlichung . . . . .	119	f) Gewinnabschöpfungsanspruch . . . . .	144
e) Nachweis der Veröffentlichung . . . . .	120	<b>X. Verhältnis des § 15a zu weiteren Publizitätspflichten innerhalb und außerhalb des WpHG</b> . . . . .	145
f) Zusätzliche Veröffentlichung durch die BaFin . . . . .	121	1. Ad-hoc-Publizität (§ 15) . . . . .	146
3. Weiterleitung an das Unternehmensregister . . . . .	122	2. Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils (§§ 21 ff.) . . . . .	147
4. Jährliches Dokument . . . . .	123	3. Publizitätspflichten bei der Börsenzulassung . . . . .	148
<b>VIII. Überwachung</b> . . . . .	125	4. Übernahmerecht . . . . .	149
<b>IX. Sanktionen</b> . . . . .	129	5. Aufsichtsrechtliche Pflichten . . . . .	153
1. Bußgelder . . . . .	129	6. Gesellschaftsrechtliche Regelungen . . . . .	154
a) Verstoß gegen die Mitteilungspflicht . . . . .	129	7. Bilanzrechtliche Vorschriften . . . . .	157
b) Verstoß gegen die Veröffentlichungspflicht . . . . .	130	<b>XI. Übergangsrecht</b> . . . . .	158
c) Verstoß gegen die Pflicht zur Übersendung eines Belegs und zur Übermittlung der Information an das Unternehmensregister . . . . .	131		
d) Verstoß gegen die Pflicht zur Veröffentlichung des jährlichen Dokuments . . . . .	134		

## I. Entstehungsgeschichte

Die Vorschrift wurde durch das **Vierte Finanzmarktförderungsgesetz**<sup>1</sup> eingeführt. Sie war bereits im Diskussionsentwurf vom 4.9.2001<sup>2</sup> enthalten und wurde unverändert in den Regierungsentwurf vom 14.11.2001<sup>3</sup> übernommen. Der Finanzausschuss nahm mehrere inhaltliche Änderungen vor<sup>4</sup>. Die anschließenden Beratungen im Bundesrat und im Vermittlungsausschuss passierte die Bestimmung ohne weitere Änderungen. Die Fassung war vom 1.7.2002 bis 29.10.2004 in Kraft.

Das am 30.10.2004 in Kraft getretene **Anlegerschutzverbesserungsgesetz**, mit dem die Vorgaben der Marktmissbrauchs-Richtlinie (2003/6/EG) und der Durchfüh-

1 Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) v. 21.6.2002 (BGBl. I 2002, 2010, berichtigt S. 2316), dazu ausführlich Assmann, Einl. Rz. 39 m.w.N.

2 DiskE zum 4. FFG, ZBB 2001, 398, 432.

3 RegE, BR-Drucks. 936/01.

4 Beschlussempfehlung des Finanzausschusses v. 20.3.2002, BT-Drucks. 14/8600, S. 67 f., sowie Bericht des Finanzausschusses vom 21.3.2002, BT-Drucks. 14/8601, S. 18 f.



## § 15a Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

rungs-Richtlinie 2004/72/EG zu Directors' Dealings umgesetzt wurden, gestaltete § 15a grundlegend neu<sup>1</sup>. Der persönliche Anwendungsbereich wurde gleich in mehrfacher Hinsicht verändert:

- Als Person mit Führungsaufgaben gelten nun auch diejenigen Mitarbeiter des Emittenten, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind (Absatz 2). Damit werden erstmals nicht nur die Organmitglieder erfasst, sondern die gesamte Führungsebene eines Unternehmens<sup>2</sup>. Die ■frühere■bisherige, am Status ausgerichtete Anknüpfung ■wurde■wird durch eine funktionale Betrachtungsweise ersetzt.
- Verändert wurde auch der Kreis der erfassten Familienangehörigen (Absatz 3 Satz 1). Zum einen erstreckt er sich nun auch auf Verwandte der Person mit Führungsaufgaben, die zum Zeitpunkt der meldepflichtigen Transaktion mit dieser mindestens seit einem Jahr im selben Haushalt leben. Zum anderen erfolgte eine deutliche Ausweitung des Anwendungsbereichs dadurch, dass jetzt auch die Familienangehörigen derjenigen Mitarbeiter des Emittenten erfasst sind, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind. Neben diese Erweiterungen ■trat■tritt eine Einschränkung des Anwendungsbereichs an anderer Stelle. Waren bislang alle Verwandten ersten Grades erfasst, sind es jetzt nur noch die unterhaltsberechtigten Kinder.
- Während die erste Fassung des § 15a auch die Organmitglieder des Mutterunternehmens des Emittenten erfasste, ■wurde■ist diese misslungene Regelung<sup>3</sup> zu Recht gestrichen ■worden.
- Um Umgehungen zu verhindern, erstreckt sich der Anwendungsbereich auf alle juristischen Personen, bei denen die Personen mit Führungsaufgaben Leitungsaufgaben wahrnehmen (Absatz 3 Satz 2). Weiterhin unterfallen alle juristischen Personen, Gesellschaften und Einrichtungen der Mitteilungs- und Meldepflicht, die entweder von einer Person mit Führungsaufgaben oder von den erfassten Angehörigen der Führungspersonen kontrolliert werden oder die zugunsten einer solchen Person gegründet wurden oder die wirtschaftliche Interessen verfolgen, die denen solcher Personen entsprechen (Absatz 3 Satz 3).
- Der Tatbestand erfasst nun nicht nur im Inland zugelassene Aktien, sondern auch solche, die in anderen Mitgliedstaaten der EU oder einem Vertragsstaat des EWR zugelassen sind (Absatz 1 Satz 3 Nr. 2). Er greift bereits dann ein, wenn der Emittent den Antrag auf Zulassung seiner Aktien zu einem organi-

<sup>1</sup> Art. 1 des Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) v. 28.10.2004 (BGBl. I 2004, 2630). Auf Grund der zahlreichen Änderungen der Vorschrift hat die BaFin das Rundschreiben der BaFin v. 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002, abgedruckt in AG 2002, R 350, zu § 15a mittlerweile als überholt gekennzeichnet. Das Rundschreiben der BaFin v. 27.6.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2310 – 12/2002, abgedruckt in AG 2002, R 352, ist nur noch insoweit anzuwenden, als es nicht gegen das AnSVG verstößt. Beide Rundschreiben werden im Folgenden zitiert, da sich aus ihnen nach wie vor wichtige Gesichtspunkte gewinnen lassen.

<sup>2</sup> von Rosen, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 2 Rz. 235.

<sup>3</sup> Kritisch deshalb 3. Aufl. § 15a Rz. 28 m.w.N.

sierten Markt gestellt oder öffentlich angekündigt hat (Absatz 1 Satz 4). Auf der anderen Seite wurde der Anwendungsbereich dadurch eingeschränkt, dass nun Aktiengeschäfte von Führungspersonen nicht börsennotierter Unternehmen, deren Schuldverschreibungen börsenzugelassen waren, nicht mehr erfasst sind<sup>1</sup>.

- Der Kreis der meldepflichtigen Transaktionen wurde verändert, da jetzt alle eigenen Geschäfte in Aktien und sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten mitteilungs- und meldepflichtig sind.
- Die recht großzügigen Ausnahmeregelungen in Bezug auf den Umfang der Geschäfte (■früher■bislang 25 000 Euro pro Person in 30 Tagen) wurden entsprechend den strikteren Vorgaben der EG-Durchführungs-Richtlinie deutlich eingeschränkt. Nur noch Geschäfte bis zu 5000 Euro pro Kalenderjahr sind freigestellt, wobei die Geschäfte der Führungsperson mit denen seiner Angehörigen zusammengerechnet werden. Die Ausnahme für Erwerbe von Wertpapieren auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil wird nicht mehr erwähnt (vgl. Rz. ■83 ff.).
- Der Gesetzgeber hat die Frist für die Meldung an den Emittenten und die BaFin auf fünf Werktage festgelegt und damit eine Rechtsunsicherheit beseitigt, die die alte Gesetzesfassung durch das Tatbestandsmerkmal „unverzüglich“ mit sich brachte<sup>2</sup>.
- Die Einzelheiten über den Mindestinhalt, die Art, den Umfang und die Form der Mitteilung sowie der Veröffentlichung können nun in einer Rechtsverordnung festgelegt werden (Absatz 5).
- Die ■frühere■bisherige Regelung zu den Überwachungsbefugnissen konnte entfallen, da diese Eingriffsrechte und Kompetenzen in § 4 Abs. 3 zusammengefasst wurden.

Die meisten der geschilderten Änderungen fanden sich bereits im Referentenentwurf<sup>3</sup>. Die Einschränkung auf unterhaltsberechtigte Kinder wurde erst im Regierungsentwurf eingefügt<sup>4</sup>. In seiner Stellungnahme ging der Bundesrat auf die Neufassung der Vorschrift nicht ein<sup>5</sup>. Der Finanzausschuss strich in Absatz 1 das Tatbestandsmerkmal „schriftlich“, um auch eine andere Form der Mitteilung (z.B. in rein elektronischer Form) zu ermöglichen und eine Vorschrift zu schaffen, die künftigen technischen Entwicklungen flexibel angepasst werden kann<sup>6</sup>. Zudem stellte er klar, dass bei der Frage, ob der Schwellenwert von 5000 Euro nach Absatz 1 Satz 3 erreicht wurde, die Geschäfte der Person mit Führungsaufgaben mit denen seiner Angehörigen zusammengerechnet werden. Damit korrigierte er den Referentenentwurf, der entgegen den Vorgaben der Durchführungs-Richtlinie 2004/72/EG einen Freibetrag von 5000 Euro pro Person vorgesehen hatte.

1 Zum früheren Recht 3. Aufl. § 15a Rz. 18.

2 Kritisch deshalb etwa *Posegga*, BKR 2002, 1061 f.

3 RefE des AnSVG v. 10.3.2004, abgedruckt in ZBB 2004, 168 ff.

4 RegE zum AnSVG v. 30.4.2004, BR-Drucks. 341/04, S. 20 sowie v. 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 13.

5 Stellungnahme des Bundesrates und Gegenäußerung der Bundesregierung v. 16.6.2004, BT-Drucks. 15/3355.

6 Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) v. 1.7.2004, BT-Drucks. 15/3493, S. 21, 51.



§ 15a Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

- 4 Sätze 2 und 3 von Absatz 3 der Vorschrift wurden durch das **Gesetz zur Neuordnung des Pfandbriefrechts**<sup>1</sup> mit Wirkung zum 19.7.2005 geändert. Ziel war eine Klarstellung, da der persönliche Anwendungsbereich der Vorschrift zuvor nicht genau genug bestimmt und damit Art. 6 i.V.m. Art. 1 lit. d der Durchführungs-Richtlinie 2004/72/EG nicht korrekt umgesetzt worden war<sup>2</sup>.
- 5 Durch das **Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz**<sup>3</sup> wurde die Vorschrift umfangreichen Änderungen unterworfen:
- Die Überschrift wurde dem veränderten Inhalt der Norm angepasst.
  - Der Handelsrechtsausschuss des DAV hatte die Fassung von Absatz 1 Satz 1 kritisiert, weil die Vorschrift nicht auf Inlandsemittenten beschränkt worden sei<sup>4</sup>. Es könne deshalb passieren, dass ein im Inland gelisteter Auslandsemittent sowohl an seine Aufsicht als auch an die BaFin melden müsse. Der Gesetzgeber hat Absatz 1 dennoch unverändert gelassen. Anstelle der an sich gebotenen Einschränkung des Absatzes 1 erfolgte eine Ergänzung des Absatz 4 um einen Satz 2 (dazu sogleich). Erst später erkannte man, dass dies nicht ausreichte und musste § 15a nochmals ändern (s. unten Rz. ■7).
  - Absatz 4 wurde komplett neu gefasst. Satz 1 dient dazu, dem mit der Transparenz-Richtlinie eingeführten Herkunftsstaatsprinzip bei der Anwendung von Publizitätsvorschriften Rechnung zu tragen, so dass mehrfach notierte Unternehmen künftig nicht mehr Meldungen in mehreren Mitgliedstaaten vorzunehmen brauchen. Zudem regelt die Vorschrift nun die zentrale Speicherung von publizitätspflichtigen Informationen<sup>5</sup>. Die Meldungen müssen nun auch an das elektronisch geführte Unternehmensregister<sup>6</sup> übermittelt werden. Dabei handelt es sich um ein System zur zentralen Speicherung unternehmensbezogener

1 Art. 10a Nr. 2 des Gesetzes v. 22.5.2005, BGBl. I 2005, 1373.

2 Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses (7. Ausschuss) zum Entwurf eines Gesetzes zur Neuordnung des Pfandbriefrechts, BT-Drucks. 15/4878, S. 19.

3 Art. 1 Nr. 7 des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 15.12.2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG) v. 5.1.2007, BGBl. I 2007, 10.

4 Stellungnahme Nr. 43/06 des Deutschen Anwaltvereins durch den Handelsrechtsausschuss zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie v. Juli 2006, S. 5.

5 RegE TUG, BR-Drucks. 579/06, S. 73.

6 Eingeführt durch das Gesetz über das elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister (EHUG) v. 10.11.2006, BGBl. I 2006, 2553. Dazu etwa *Leuering/Simon*, EHUG – Umfassende Transparenz von Unternehmensdaten, NJW Spezial 2006, 555; *Liebscher/Scharff*, Das Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister, NJW 2006, 3745; *Meyding/Bödeker*, Gesetzentwurf über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister (EHUG-E) – Willkommen im Online-Zeitalter!, BB 2006, 1009; *Noack*, Das EHUG ist beschlossen – elektronische Handels- und Unternehmensregister ab 2007, NZG 2006, 801; *Schmidt*, Digitalisierung der Registerführung und Neuregelung der Unternehmenspublizität: Was bringt das EHUG?, DStR 2006, 2272; *Seibert/Decker*, Das Gesetz über elektronische Handelsregister und Genossenschaftsregister sowie das Unternehmensregister (EHUG) – Der „Big Bang“ im Recht der Unternehmenspublizität, DB 2006, 2446.

Daten, das jedermann zugänglich ist ([www.unternehmensregister.de](http://www.unternehmensregister.de)). Satz 2 ordnet die entsprechende Anwendung des § 15 Abs. 1 Satz 2 an, wonach die Veröffentlichungs- und Mitteilungspflicht auch Emittenten trifft, für deren Finanzinstrumente erst der Antrag auf Zulassung gestellt oder öffentlich angekündigt ist. Auf den ersten Blick vermutet man eine unnötige Doppelung zur Regelung des Absatzes 1 Satz 4. Dieser Eindruck trügt, denn der Kreis der Emittenten nach Absatz 1 und der nach Absatz 4 sind aufgrund der Neufassung des Absatzes 4 nicht mehr deckungsgleich<sup>1</sup>.

- Die Verordnungsermächtigung in Absatz 5 Satz 1 wurde präzisiert, indem nach den Wörtern „die Art,“ die Wörter „die Sprache,“ und nach den Wörtern „nach Absatz 1“ die Wörter „und Absatz 4 Satz 1“ eingefügt wurde.
- Die anknüpfenden Bußgeldtatbestände in § 39 Abs. 2 wurden reformiert.
- Der Gesetzgeber passte auch die einschlägigen Vorschriften der WpAIV an. Die Überschrift von § 11 WpAIV wurde angepasst. In § 12 WpAIV wird nun verlangt, dass bei juristischen Personen der Name der mitteilungspflichtigen Person anzugeben ist. Die bisherige Regelung des § 13 WpAIV wurde durch die vor die Klammer gezogenen Regelung der §§ 3a, 3b WpAIV ersetzt. § 13 WpAIV erhielt folgenden neuen Inhalt: „Die Bundesanstalt kann zusätzlich zur Veröffentlichung nach § 15a Abs. 4 Satz 1 des Wertpapierhandelsgesetzes in Verbindung mit den §§ 3a und 3b die Information im Internet unter ihrer Adresse vornehmen.“ Neu eingefügt wurde § 13a WpAIV, wonach für die Mitteilung des Emittenten über die Veröffentlichung an die Bundesanstalt nach § 15a Abs. 4 Satz 2 des Wertpapierhandelsgesetzes § 3c WpAIV gilt. Im Diskussionsentwurf<sup>2</sup> war noch die Aussage enthalten, dass abweichend von § 3c WpAIV statt der Mitteilung des Textes der Veröffentlichung auch ein Hinweis auf eine Internetseite genügt, unter der der Veröffentlichungstext einsehbar ist. Dies wurde nicht in den Regierungsentwurf übernommen. Das geänderte Veröffentlichungsregime des Absatz 4 und der WpAIV stellt die bedeutendste Neuerung dieser Reform des § 15a dar. Zuvor war stets kritisiert worden, dass Veröffentlichungen auf der Homepage des Emittenten nur zufällig vom Publikum wahrgenommen werden, während die über die Deutsche Gesellschaft für Ad-hoc-Publizität verbreiteten Meldungen viel rascher vom Markt berücksichtigt wurden<sup>3</sup>. Jetzt schreibt die WpAIV eine Weitergabe an solche Medien vor, bei denen davon ausgegangen werden kann, dass sie die Information in der gesamten Europäischen Union und in den übrigen Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum verbreiten. Der Dornröschenschlaf gemeldeter Directors' Dealings dürfte damit der Vergangenheit angehören.

Die bereits im Regierungsentwurf<sup>4</sup> enthaltenen Änderungen passierten das Gesetzgebungsverfahren ohne inhaltliche Änderung<sup>5</sup>.

<sup>1</sup> RegE TUG, BR-Drucks. 579/06, S. 73 f.

<sup>2</sup> DiskE TUG v. 3.5.2006 (unveröffentlicht).

<sup>3</sup> Statt vieler *Rau*, *Directors' Dealings*, S. 3, 224, 227.

<sup>4</sup> RegE TUG, BR-Drucks. 579/06, S. 9.

<sup>5</sup> Es erfolgte lediglich eine sprachliche Glättung bei § 13 WpAIV, vgl. Beschlussempfehlung und Bericht des Finanzausschusses, BT-Drucks. 16/3644, S. 43.

## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

- 7 Durch das **Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz**<sup>1</sup> wurde Absatz 1 Satz 3 Nr. 2 neu gefasst. Es wird klargestellt, dass Meldungen gegenüber der Bundesanstalt nur dann zu erfolgen haben, wenn ein Inlandsbezug durch den inländischen Sitz des Emittenten oder die Tatsache gegeben ist, dass im EU- und EWR-Raum kein Sitz besteht, Deutschland aber Herkunftsstaat im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes für die Aktien ist. Diese Auslegung entsprach bereits der Verwaltungspraxis der BaFin und war von Art. 6 Abs. 1 Satz 2 bis 4 der Durchführungs-Richtlinie 2004/72/EG gefordert. Damit reagierte der Gesetzgeber dann doch noch auf die Kritik des Handesrechtsausschusses des DAV (s. oben Rz. ■5).
- 8 Die bereits im Regierungsentwurf<sup>2</sup> enthaltenen Änderungen passierten das Gesetzgebungsverfahren ohne inhaltliche Änderung.

## II. Regelungsgegenstand und Bedeutung

### 1. Inhalt der Regelung

- 9 Die Vorschrift verpflichtet Personen, die bei einem Emittenten von börsennotierten Aktien Führungsaufgaben wahrnehmen, eigene Geschäfte in diesen Aktien oder in darauf bezogenen Finanzinstrumenten dem Emittenten und der BaFin innerhalb von fünf Werktagen mitzuteilen. Die Mitteilungspflicht trifft außerdem in enger Beziehung zur Person mit Führungsaufgaben stehende Personen. Hierunter sind bestimmte Angehörige sowie juristische Personen zu verstehen, bei denen die Person mit Führungsaufgaben oder deren Angehörige Führungsaufgaben wahrnehmen. Schließlich sind alle juristischen Personen, Gesellschaften und Einrichtungen mitteilungspflichtig, die direkt oder indirekt von einer Person mit Führungsaufgaben oder deren Angehörigen kontrolliert werden, die zugunsten einer solchen Person gegründet wurden oder deren wirtschaftliche Interessen weitgehend denen einer solchen Person entsprechen. Im angelsächsischen Sprachgebrauch hat sich für derartige Geschäfte der Begriff der **Directors' Dealings** eingebürgert, der sich mittlerweile auch in Deutschland durchgesetzt hat. Die Mitteilung erfolgt an den Emittenten und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht. Der Emittent ist seinerseits verpflichtet, die mitgeteilten Geschäfte unverzüglich zu veröffentlichen und dem Unternehmensregister mitzuteilen.

### 2. Ziele der Regelung

- 10 **Ziel der Vorschrift** ist die Verbesserung der Kapitalmarktpublizität. Im Einzelnen werden ihr folgende Wirkungen zugeschrieben:
- 11 – Bezweckt ist zunächst eine Erhöhung der **Markttransparenz**<sup>3</sup> und damit der Informationseffizienz der Kapitalmärkte<sup>4</sup>. Die Norm erstreckt die Angabepflicht über den Anteilsbesitz von Organmitgliedern, die zuvor nur im Rahmen

1 Art. 1 Nr. 12 des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente und der Durchführungsrichtlinie der Kommission (Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz) v. 16.7.2007, BGBl. I 2007, 1330.

2 RegE FRUG, BR-Drucks. 833/06, S. 17 f., 143.

3 Erwägungsgrund Nr. 7 der Durchführungs-Richtlinie 2004/72/EG; *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 73 ff.

4 Grundlegend *Fama*, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, *Journal of Finance* 25 (1970), 383 ff.; *Fama*, *Efficient capital markets: II*, *Journal of Finance*

der Primärmarktpublizität galt (§ 28 Abs. 2 Nr. 4 BörsZulV a.F.; jetzt VO 809/2004/EG Anhang I Ziff. 17.2, dazu unten Rz. ■148), auf den Sekundärmarkt<sup>1</sup> und ergänzt die sonstigen Publizitätsvorschriften, insbesondere die Ad-hoc-Publizität nach § 15.

- Die Anleger sollen darüber informiert werden, wenn die Personen mit Führungsaufgaben sich von Aktien oder darauf bezogenen Finanzinstrumenten „ihres“ Unternehmens trennen oder wenn sie solche Papiere erwerben. Diese Personen haben im Regelfall einen Wissensvorsprung über die Verhältnisse des Emittenten. Ihre Geschäfte in Wertpapieren des Emittenten erlauben Rückschlüsse auf die gegenwärtige oder künftige Unternehmensentwicklung und entfalten daher eine Indikatorwirkung<sup>2</sup> für das breite Publikum (**informierte Transaktionsentscheidung**<sup>3</sup>). Empirische Untersuchungen aus den USA<sup>4</sup>, Kanada<sup>5</sup>, Großbritannien<sup>6</sup>, Italien, den Niederlanden und Deutschland<sup>7</sup> zeigen, dass Unternehmensinsider bei Geschäften mit Aktien ihres Unternehmens überdurchschnittlich erfolgreich sind. Einige, aber nicht alle Untersuchungen kommen zu dem Ergebnis, dass auch Outsider, die in ihren Anlageentscheidungen Directors' Dealings nachbilden, überdurchschnittlich erfolgreich sind. Dabei sind vor allem die Kaufentschlüsse von Unternehmensinsidern nachahmenswert<sup>8</sup>, während die Verkaufsentschlüsse oft auf nicht unternehmensbezogenen Motiven beruhen und aus ihnen daher seltener Rückschlüsse auf das Unternehmen gezogen werden können. Dennoch lohnt auch die Nachahmung der Ver-

46 (1991), 1575 ff.; s. auch *Fleischer*, NJW 2002, 2977 (2978); *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1218); *Rau*, Directors' Dealings, S. 54 ff.

1 *Fleischer*, NZG 2006, 561 (564).

2 Begr. DiskE, ZBB 2001, 398, 425, und Begr. RegE des 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87; zustimmend *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1818); *Fleischer*, NZG 2006, 561 (565); *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 65 ff.

3 Erwägungsgrund Nr. 26 der Marktmissbrauchs-Richtlinie; *Sethe*, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerechts, § 12 Rz. 148.

4 Vgl. *Jaffe*, Journal of Business 47 (1974), 410 ff.; *Finnerty*, Journal of Finance 31 (1976), 1141 ff.; *Seyhun*, Journal of Financial Economics 16 (1986), 189 ff.; *Benesh/Pari*, The Financial Review 22 (1987), 145 ff.; *Madden*, The Financial Review 14 (1979), 27 (34); *Rozeff/Zaman*, Journal of Business 61 (1988), 25, 39; *Rozeff/Zaman*, Journal of Finance 53 (1997), 701 ff.; *Bettis/Vickrey/Vickrey*, Financial Analyst Journal 53, 5 (1997), 57 ff.; *Jeng/Metrick/Zeckhauser*, Review of Economics & Statistics 85 (2003), 543 ff.; *Fleischer*, Gutachten zum 64. DJT, 2002, S. F 123; *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1220 m.w.N.); *Weiler/Tollkühn*, DB 2002, 1923 (1925 Fn. 22). Die Untersuchung von *Rau*, Directors' Dealings, S. 84 ff., beurteilt diese Studien eher kritisch.

5 *Lee/Bishara*, The Financial Review 24 (1989), 235 ff.; *Rau*, Directors' Dealings, S. 106 f.

6 *King/Roell*, Economic Policy 1988, 165 ff.; *Pope/Morris/Peel*, Journal of Business Finance & Accounting 17 (1990), 359 ff.; *Gregory/Matatko/Tonks*, Journal of Business Finance & Accounting 24 (1997), 309 ff.; *Friederich/Gregory/Matatko/Tonks*, European Financial Management 8 (2002), 7 ff.; *Hillier/Marshall*, Journal of Business Finance & Accounting 29 (2002), 77 ff.; *Rau*, Directors' Dealings, S. 102 ff.

7 *Deutsche Bank*, Directors' Dealings in Europe, S. 19 ff.; *Heidorn/Meyer/Pietrowia*, S. 15 ff.; *Hower-Knobloch*, S. 108 f.; *Rau*, Die Unternehmung 2003, 393 ff.; *Rau*, Directors' Dealings, S. 221; *Tebroke/Wollin*, Die Unternehmung 2005, 31 ff. Zurückhaltender *Dymke*, Finanz-Betrieb 2007, 450 (458 ff.).

8 *Tebroke/Wollin*, Die Unternehmung 2005, 31 (49); *Rau*, Directors' Dealings, S. 221 f. (jeweils für Deutschland); *Bettis/Vickrey/Vickrey*, Financial Analyst Journal 53, 5 (1997), 57 ff.; *Heidorn/Meyer/Pietrowia*, S. 25 (für Deutschland und die Niederlande, während das Ergebnis von Italien eher bei Verkäufen eine Nachahmung empfehlenswert erscheinen lässt).

## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

kaufentscheidungen, die hilft, größere Verluste zu vermeiden<sup>1</sup>. Auch zeigt sich bei kleineren und mittleren Unternehmen eine deutlichere Überrendite als bei Großunternehmen; die Überrendite ist zudem bei Gesellschaften mit hohem Streubesitz der Aktien größer<sup>2</sup>. Die Nachbildung der Geschäfte von Vorständen lassen deutlich höhere Renditen erwarten als die von Aufsichtsratsmitgliedern<sup>3</sup>. Angesichts dieses Zusammenhangs verwundert es nicht, dass auch hierzulande dem Kauf- und Verkaufsverhalten der Personen mit Führungsaufgaben besondere Aufmerksamkeit zuteil wird<sup>4</sup>. Die Regelung des § 15a ist insofern unvollständig, als der Anleger nicht erfährt, in welchem Umfang die Unternehmensleitung Anteile besitzt, denn nur Bewegungen im Anteilsbesitz sind meldepflichtig. Die deshalb bestehende Lücke im Hinblick auf die Markttransparenz ist jedoch nicht allzu groß, da § 15a im Zusammenspiel mit anderen Publizitätsvorschriften (dazu unten Rz. ■145 ff.) zu sehen ist. Die Indikatorwirkung von Directors' Dealings birgt aber auch **Gefahren** für den Anleger. Beruhen die von der Person mit Führungsaufgaben vorgenommenen Transaktionen auf Motiven, die mit der Entwicklung des Emittenten in keinem Zusammenhang stehen (etwa der Beseitigung eines Liquiditätsengpasses zur Begleichung privater Schulden), kann das Publikum zu Fehlschlüssen verleitet werden<sup>5</sup>. Die Meldepflicht kann von der Unternehmensleitung sogar bewusst ausgenutzt werden, um über private Aktienkäufe Vertrauen in ein Unternehmen zu signalisieren, das keines Vertrauens mehr würdig ist<sup>6</sup>.

- 13 – Die Meldepflicht der Personen mit Führungsaufgaben bewirkt, dass das breite Anlegerpublikum an deren Wissensvorsprung über die Verhältnisse des Emittenten zumindest indirekt teilhat. Damit wohnt der Bestimmung ein Element der **Anlegergleichbehandlung** inne<sup>7</sup>. Innerhalb ihres Anwendungsbereichs geht sie über die Wirkung des Insiderhandelsverbots und der Ad-hoc-Publizität hinaus, da sie auch Fälle erfasst, in denen die Erheblichkeitsschwelle des § 13 Abs. 1 nicht erreicht ist. Eine umfassende Anlegergleichbehandlung wird durch § 15a allerdings nicht erreicht. Denn dem Publikum ist nicht der ggf. vorhandene Wissensvorsprung oder die Einschätzung der Person mit Führungsaufgaben von der Zukunft des Unternehmens mitzuteilen (es sei denn, die Voraussetzungen des § 15 lägen vor), sondern nur die (vermutete) Reaktion der Personen mit Führungsaufgaben hierauf. Die Vorteile, die Personen mit Führungsaufgaben aus einem solchen Wissensvorsprung zufließen, werden damit (zumindest teilweise) eingeebnet<sup>8</sup>. Allerdings führt die Meldefrist von fünf Tagen dazu, dass

1 *Rau*, Directors' Dealings, S. 222.

2 *Tebroke/Wollin*, Die Unternehmung 2005, 31, 49 f.; *Rau*, Directors' Dealings, S. 222 f.

3 *Rau*, Directors' Dealings, S. 223.

4 Die BaFin stellt ein reges Interesse an der von ihr errichteten und im Internet zur Verfügung gestellten Datenbank zu Directors' Dealings fest, vgl. Jahresbericht der BaFin 2003, S. 196. Die Seite Handelsblatt.com veröffentlicht seit August 2007 wöchentlich Aktientipps, die aus gemeldeten Directors' Dealings gewonnen werden, [www.handelsblatt.com/insider](http://www.handelsblatt.com/insider). Es gibt erste Fonds, die ihre Anlagestrategie nach den gemeldeten Directors' Dealings ausrichten, *Rau*, Directors' Dealings, S. 2 m.w.N.

5 Kritisch deshalb auch *Uwe H. Schneider*, AG 2002, 473 (475).

6 Vgl. die bei *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1220), beschriebenen Fälle „Intershop“ und „Comroad“.

7 *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 72 f.; *Sethe*, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 12 Rz. 148.

8 Eine Pflicht zur Abführung der erzielten Gewinne kennt das deutsche Recht nicht, vgl. unten Rz. ■98.

eventuelle Informationsvorsprünge oftmals schon wieder überholt sind (s. unten Rz. ■105)<sup>1</sup>.

- Die Vorschrift soll mittelbar der Prävention des Insiderhandels und der Marktmanipulation dienen<sup>2</sup> und damit die **Marktintegrität** erhalten, denn sie erhöhe das Entdeckungsrisiko. Diese Vorstellung des Gesetzgebers und der Bundesanstalt mutet auf den ersten Blick etwas naiv an. Eine Person mit Führungsaufgaben, die einen vorsätzlichen Insiderverstoß begeht oder begehen will, wird sich schwerlich an die mit einem bloßen Bußgeld bewehrte Vorschrift des § 15a halten, die zudem als mitbestrafte Nachtat gelten dürfte. Entscheidend ist vielmehr ein anderer Gedanke. Melden einige Personen mit Führungsaufgaben Wertpapiergeschäfte, kann die Bundesanstalt gezielt untersuchen, ob auch andere Personen mit Führungsaufgaben solche Geschäfte getätigt haben und ob diese Geschäfte im Zusammenhang mit dem Wissen über Insiderinformationen stehen. § 15a entfaltet seine präventive Wirkung daher allenfalls durch die Ungewissheit jeder Person mit Führungsaufgaben über das Verhalten der übrigen Personen mit Führungsaufgaben. Ein Insider kann nur dann hoffen, beim Insiderhandel unentdeckt zu bleiben, wenn er sicher ist, als Einzige der Führungspersönlichkeiten Kenntnis einer bestimmten Tatsache zu haben, oder wenn alle Personen mit Führungsaufgaben beim Insiderhandel einvernehmlich zusammenwirken<sup>3</sup>. Dieser Abschreckungseffekt wird aber zu Recht als gering eingestuft<sup>4</sup>.
14
  
- Die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht gemäß § 15a soll nach der Vorstellung der Bundesanstalt<sup>5</sup> auch die **Identifikation mit dem Unternehmen** för-
15

<sup>1</sup> *Hower-Knobloch*, S. 185 f. Kritisch zur teilweise laxen Meldepraxis der Betroffenen daher auch *Betzer/Theissen*, *Delays in Trade Reporting by Corporate Insiders*, 2008, <http://ssrn.com/abstract=966339>.

<sup>2</sup> Erwägungsgrund Nr. 26 der Marktmissbrauchs-Richtlinie, Erwägungsgrund Nr. 7 der Durchführungs-Richtlinie 2004/72/EG. Auch die BaFin begreift § 15a als Maßnahme zur Prävention von Insiderhandel, vgl. Rundschreiben der BaFin v. 27.6.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2310 – 12/2002. Hiervon scheint auch der Gesetzgeber, BR-Drucks. 936/01 (neu), S. 245, ausgegangen zu sein, da er bei der Beschreibung des persönlichen Anwendungsbereichs der Vorschrift den Begriff „Primärinsider“ verwendet. Präziser formulieren *Fürhoff/Schuster*, BKR 2003, 134 (135 f.), wonach regelmäßige Meldungen über Directors' Dealings zumindest den Anschein des verbotenen Insiderhandels vermeiden. Zur Vorbeugefunktion s. auch *Fleischer*, NJW 2002, 2977 (2978); *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1220); *Fleischer*, NZG 2006, 561 (565); *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 61 ff.; *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 f.; *Sethe*, in: *Assmann/Schütze*, *Kapitalanlage*, § 12 Rz. 148.

<sup>3</sup> Unmittelbarer ist der Zusammenhang von Directors' Dealings und Insiderprävention in den USA. Um jeden Anreiz zu Insiderhandel zu unterbinden, müssen Organmitglieder/Aktionäre mit bedeutender Beteiligung, die innerhalb der letzten sechs Monate sowohl Käufe als auch Verkäufe in Aktien des Emittenten getätigt haben, evtl. Gewinne an die Gesellschaft abführen (s. 16b SEA – so genannte short swing profit rule). Den Anspruch kann der Emittent oder ein Aktionär durchsetzen. Um die Anspruchsberechtigung überhaupt erkennen zu können, sind der Emittent und die Aktionäre auf die Meldepflicht der Directors' Dealings nach s. 16a SEA angewiesen. Die Wirksamkeit der short swing profit rule ist empirisch nicht eindeutig nachweisbar, *Agrawal/Jaffe*, *Journal of Financial Economics* 39 (1995), 295 ff. Positiver dagegen *Veil*, ZGR 2005, 155 (176) („geeignet, verhaltenssteuernd zu wirken“).

<sup>4</sup> *Hower-Knobloch*, S. 170, unter Hinweis auf spieltheoretische Überlegungen.

<sup>5</sup> Rundschreiben der BaFin v. 27.6.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2310 – 12/2002. Das Rundschreiben scheint missver-



## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

dem. Ob § 15a diese Funktion tatsächlich zukommt, muss bezweifelt werden<sup>1</sup>. Ein Vorstand wird kaum deshalb Aktien erwerben, weil er weiß, dass dieser Kauf bekannt gemacht wird und seine Verbundenheit mit dem Emittenten belegt<sup>2</sup>. Umgekehrt wird eine verkaufswillige Person mit Führungsaufgaben nicht unbedingt nur deshalb vom Verkauf absehen, weil dies publik wird. Nur falls die Person mit Führungsaufgaben durch eine Lock-Up-Vereinbarung gebunden ist, die kraft Abrede<sup>3</sup> sanktionsbewehrt ist, wird die Meldepflicht nach § 15a zur Einhaltung der Lock-Up-Vereinbarung beitragen.

## 3. Alternativen und Reformvorschläge

## a) Handelsverbot

- 16 Die erstmalige Einführung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht gemäß § 15a war eine Reaktion auf die skandalösen Vorgänge am Neuen Markt in den Jahren 2000 bis 2002<sup>4</sup>. Sie entsprach und entspricht internationalen Standards (dazu sogleich Rz. ■22 ff.), was im Zuge der Globalisierung der Märkte als solches schon als ein Grund für die Übernahme der Regelung gilt<sup>5</sup>. Die Alternative zu einer Mitteilungspflicht über erfolgte Directors' Dealings („post-trading disclosure“) wäre ein völliges Verbot des Handels von Personen mit Führungsaufgaben in Aktien „ihres“ Unternehmens oder die Einschränkung auf bestimmte zeitlich festgelegte „Handelsfenster“<sup>6</sup> gewesen. Gegen ein absolutes Handelsverbot spricht der Verhältnismäßigkeitsgrundsatz<sup>7</sup>. Der damit verbundene Eingriff in die Privat-

ständiglich formuliert zu sein. Die Identifikation mit dem Emittenten wird nicht durch die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht erreicht, sondern über Aktionsprogramme, vgl. Rz. ■16.

- 1 Ebenso jetzt Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl., Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 2 Fn. 3.
- 2 Wenn man einmal von den bei Fleischer, ZIP 2002, 1217 (1220), beschriebenen Missbrauchsfällen „Intershop“ und „Comroad“ absieht.
- 3 Die Publizität derartiger Vereinbarungen wird durch § 7 WpPG i.V.m. Anhang III Nr. 7, Anhang X Nr. 27.14 der VO EG Nr. 809/2004 v. 29.4.2004, ABl. EU Nr. L 215 v. 16.6.2004, S. 61, sichergestellt. Lock-up-Vereinbarungen werden in ■passt jetzt nicht mehr■ jüngster Zeit des Öfteren gebrochen, LG Frankfurt v. 17.1.2003 – 3-07 O 26/01, ZIP 2003, 400; Veil, ZGR 2005, 155 (159 m.w.N.).
- 4 Vgl. zu den Fällen „Intershop“ und „Comroad“ etwa Fleischer, ZIP 2002, 1217 (1220).
- 5 Ebenso Uwe H. Schneider, AG 2002, 473 (475). Allerdings entbindet der Hinweis auf internationale Standards nicht von einer eigenen Überprüfung der Regelungsmaterie auf ihre Sinnhaftigkeit (ebenso Uwe H. Schneider, BB 2002, 1817) und von einer Einbeziehung der Erfahrungen anderer Nationen mit der Regelung. Ohne eine solche solide Überprüfung führt das Argument der Notwendigkeit einer Standardisierung der Marktbedingungen zu einer Zementierung schlechter Regelungen. In Anlehnung an den viel zitierten Begriff des „markets for lemons“ (Akerlof, 84 Quarterly Journal of Economics [1970], 488 ff.) käme es zu einem „market of lemmings“. Kritisch zu § 15a auch Hower-Knobloch, S. 144, 170, 183 ff.
- 6 Für eine solche Lösung etwa Baums, Anlegerschutz und Neuer Markt, ZHR 166 (2002), 375 (379); DAI, Stellungnahme zum 4. FFG, September 2001; Fischer zu Cramburg/Hannich, Directors' Dealings, S. 52 f., 60 f.; Großmann/Nikoleyczik, DB 2002, 2031 (2033); Grundsatzkommision Corporate Governance, Corporate Governance-Grundsätze (Code of Best Practice) für börsennotierte Gesellschaften v. Juli 2001, II. 4. lit. h.; von Rosen, Aktienoptionen für Führungskräfte und Insiderrecht, WM 1998, 1810; Rudolph, BB 2002, 1036 (1040); Schuster, ZHR 167 (2002), 193 (211) (sofern der Emittent selbst darüber entscheiden darf).
- 7 Zu den Vorteilen des Transparenzmodells gegenüber einem Verbotmodell Elster, Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Sekundärmarktes, 2002, S. 323 ff.

sphäre der Personen mit Führungsaufgaben wäre zu groß. Außerdem ist eine Beteiligung der Führungspersonen am Emittenten oft gerade gewünscht, um eine Identifikation mit dem Unternehmen zu erreichen<sup>1</sup>. Diesem Ziel dienen Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte. Gegen ein zeitlich befristetes Handelsverbot spricht, dass dieses den Insiderhandel nicht wirksam bekämpft<sup>2</sup>. Aus diesem Grund war auch die Übertragung der Aktien auf einen unabhängigen Vermögensverwalter oder Compliance-Beauftragten vorgeschlagen worden<sup>3</sup>. Der damit verbundene Aufwand ist groß. Zudem vernachlässigt eine solche Lösung gerade die mit Directors' Dealings verbundene Indikatorfunktion für das breite Publikum.

#### b) Pre-trading disclosure

Diskutiert wurde weiterhin eine Verpflichtung zur Offenlegung beabsichtigter Directors' Dealings („pre-trading disclosure“)<sup>4</sup>. Auch diese Alternative überzeugt nicht. Zum einen wäre das Vorstandsmitglied, das Geschäfte in Aktien des Emittenten plant, nach Ankündigung der geplanten Geschäfte nicht verpflichtet, diese dann auch tatsächlich vorzunehmen. Marktmanipulationen, die gerade vermieden werden sollen, wären Tür und Tor geöffnet. Zum anderen wäre eine pre-trading disclosure unverhältnismäßig. Der Kurs der Aktien würde durch die Ankündigung der geplanten Directors' Dealings sofort beeinflusst, so dass das Vorstandsmitglied stets einen schlechteren Preis bekommt als vor der Ankündigung: Bei einem angekündigten Verkauf würde der Kurs voraussichtlich sinken und der Vorstand würde weniger für seine Aktien erlösen. Beim angekündigten Kauf würde die Person mit Führungsaufgaben auf Grund der Ankündigung voraussichtlich einen höheren Preis zu zahlen haben. Der Vorteil der anderen Marktteilnehmer wäre demgegenüber nicht allzu groß, da die Information bei der pre-trading disclosure nur unwesentlich früher an den Markt gelangt als bei der post-trading disclosure. Die Personen mit Führungsaufgaben könnten auf Grund der damit einhergehenden Schlechterstellung am Markt von Aktiengeschäften abgehalten werden. Der mit § 15a verfolgte Zweck der Bekanntmachung von Informationen mit Indikatorwirkung wäre vereitelt. Im Ergebnis würde eine pre-trading disclosure auch die mit Aktienoptionsprogrammen verfolgte Bindung der Führungsebene an „ihr“ Unternehmen konterkarieren<sup>5</sup>.

1 So auch die Begr. DiskE, ZBB 2001, 398, 425, und Begr. RegE des 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87 f. Auf diesen Aspekt scheint die BaFin offenbar in ihrem – dann aber recht missverständlich formulierten – Rundschreiben anzuspieren, vgl. oben Rz. ■15.

2 Fischer zu Cramburg/Hannich, Directors' Dealings, S. 54.

3 Fischer zu Cramburg/Hannich, Directors' Dealings, S. 54 f.

4 Befürwortend etwa Stellungnahme des Bundesrats, BT-Drucks. 14/8017, S. 165; Fried, Reducing the Profitability of Insider Trading through Pretrading Disclosure, 71 S. Cal. L. Rev., 303 (1998); Großmann/Nikoleyczik, DB 2002, 2031 (2033); Lenenbach, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rz. 10.110; Rudolph, BB 2002, 1036 (1040); Strenger, in: Achleitner/Bassen (Hrsg.), Investor Relations am Neuen Markt, 2001, S. 625, 629; a.A. Posegga, BKR 2002, 1061 f.; Schuster, ZHR 167 (2002), 193 (210 f.); Weiler/Tollkühn, DB 2002, 1923 (1927). Zur rechtspolitischen Fragestellung ausführlich auch Fleischer, ZIP 2002, 1217 (1227 f.); Fleischer, Gutachten zum 64. DJT, 2002, S. F 124 f.

5 Eine solche Bindung empfiehlt das Deutsche Aktieninstitut den Emittenten, Fischer zu Cramburg/Hannich, Directors' Dealings, S. 60 f.; Leven, Directors' Dealings: Zur Umsetzung der neuen Meldepflichten, AG 2003, R 52. Weitergehend offenbar Teilnehmer der ZHR-Tagung, die meinten, auch die post-trading disclosure führe dazu, dass Vorstände keine Aktiengeschäfte mehr tätigten oder die Emittenten dies verböten, vgl. Bitter, Diskussi-

§ 15a Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

c) Weitere Reformvorschläge

- 18 Eine umfangreiche rechtsvergleichende Untersuchung<sup>1</sup> kommt zu dem Ergebnis, dass die Regelung des § 15a im Grundsatz richtlinienkonform und auch sachgerecht ist. Es werden zahlreiche Detailvorschläge gemacht, um den sachlichen und persönlichen Anwendungsbereich der Vorschrift zu präzisieren und Randunschärfen bei der Umsetzung der Marktmissbrauchs-Richtlinie zu beheben. Nach Ansicht des Verfassers sind diese Vorschläge notwendig, weil eine richtlinienkonforme Auslegung des Tatbestands am Analogieverbot scheitert. Dieser Ansatz übersieht die Möglichkeit der gespaltenen Auslegung, worauf im jeweiligen Zusammenhang noch zurückzukommen sein wird (s. vor allem unten Rz. ■28). Im Ergebnis sollte jedoch die geforderte Klarstellung in den Vorschriften erfolgen, denn für sie spricht auf jeden Fall der Aspekt der Rechtssicherheit. Zudem besteht bei der gespaltenen Auslegung keine Möglichkeit, ein Bußgeld zu verhängen, so dass eine effektive Sanktionsdrohung fehlt. Weiterhin wird befürwortet, dass die Emittenten im Rahmen der Regelpublizität und die BaFin über ihre Homepage verpflichtet werden sollen, Verstöße gegen § 15a zu veröffentlichen und Namen zu nennen. Zu weiteren Reformüberlegungen s. unten Rz. ■98.

4. Tatsächliche Bedeutung der Regelung

- 19 Die Zahl der Meldungen ist zunächst stark angestiegen und pendelt sich jetzt auf einem recht hohen Niveau ein. Die Zahl der Bußgeldverfahren ist vergleichsweise gering und nimmt kontinuierlich ab. Gemessen an 20 178 Directors' Dealings ist die Zahl von 194 Bußgeldverfahren und 34 verhängten Bußgeldern gering<sup>2</sup>. Die Jahresberichte der BaFin<sup>3</sup> nennen folgende Zahlen:

Jahr	Meldungen	Bußgeldverfahren					
		neu eröffnet	vom Vorjahr	Gesamt	eingestellt	Buße verhängt	offen am Jahresende
ab 7/2002	1067	3	0	3	0	0	3
2003	1980	112	3	115	4	4 (bis 20000 Euro)	107
2004	2723	61	107	168	7	9 (bis 14000 Euro)	152
2005	5118	2	152	154	59	3 (bis 7500 Euro)	92
2006	4687	11	92	103	71	8 (bis 5000 Euro)	24
2007	4603	5	24	29	10	10 (bis 37500 Euro)	9

onsbericht – Symposium zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZHR 167 (2003), 216 (221).

1 Osterloh, Directors' Dealings, S. 535 ff.

2 Dymke, Finanz-Betrieb 2007, 450 (457 f., 460), weist nach, dass 20 % der Meldepflichtigen den Meldezeitraum von fünf Tagen überschreiten, und ist verwundert, dass die BaFin nur selten einschreitet.

3 BaFin, Jahresbericht 2002, S. 165; Jahresbericht 2003, S. 196 (hier muss es sich bei der Zahl der eröffneten Verfahren um einen Tippfehler handeln; statt 103 müsste es 112 heißen); Jahresbericht 2004, S. 198; Jahresbericht 2005, S. 168; Jahresbericht 2006, S. 177 f.; Jahresbericht 2007, S. 186 f.

### III. Regelungsvorbilder

Die Vorschrift ist **ohne Vorbild im deutschen Aufsichtsrecht**. Zuvor existierte nur eine privatrechtliche<sup>1</sup> Verpflichtung zur Meldung von Directors' Dealings im Regelwerk Neuer Markt. Dieses verpflichtete in Abschnitt 2 Nr. 7.2<sup>2</sup> den Emittenten, der Deutschen Börse AG jedes Geschäft mitzuteilen, das der Emittent und seine Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder in Aktien des Unternehmens und entsprechenden Derivaten getätigt hatten. Die Meldungen, die unverzüglich, spätestens aber innerhalb von drei Tagen, zu erfolgen hatten, wurden börsentäglich auf der Internetseite der Deutschen Börse veröffentlicht.

Die Regierungskommission Corporate Governance begrüßte diese Regelung und befürwortete in ihrem Abschlussbericht vom Juli 2001 deren Ausdehnung auf alle börsennotierten Gesellschaften<sup>3</sup>. Vor dem Hintergrund des damals schon bestehenden Plans, eine Regelung der Directors' Dealings im Wertpapierhandelsgesetz zu verankern, verzichtete man auf konkrete Vorschläge an den Gesetzgeber (zum zwischenzeitlich ergangenen Deutschen Corporate Governance Kodex s. unten Rz. ■154 ff.). Die mit dem Diskussionsentwurf des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes vorgelegte Regelung der Directors' Dealings war auch Gegenstand der Diskussionen auf dem 64. Deutschen Juristentag im September 2002 in Berlin<sup>4</sup>.

Bei der Schaffung der Norm konnte sich der Gesetzgeber an zahlreichen **ausländischen Vorbildern** orientieren<sup>5</sup>. Archetypus einer Meldepflicht für Directors' Dealings ist s. 16(a) des US-amerikanischen Securities Exchange Act 1934<sup>6</sup>, der durch s. 403 des Sarbanes-Oxley Act 2002<sup>7</sup> noch verschärft wurde<sup>8</sup>. S. 16(b) sieht

1 Zur privatrechtlichen Rechtsnatur des Regelwerks des Neuen Markts LG Frankfurt a.M. v. 16.8.2001 – 3-13 O 110/01, BB 2001, 1969 (1971) = AG 2002, 53; *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rz. 3.64; *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 57 BörsG Rz. 2.

2 Regelwerk des Neuen Markts v. 10.3.1997, geändert zum 1.3.2001, vgl. *Deutsche Börse AG*, ZBB 2001, 60 ff. Der Neue Markt wurde am 5.6.2003 geschlossen, nachdem zuvor alle dort notierten Unternehmen in die neuen Marktsegmente Prime Standard und General Standard gewechselt hatten, vgl. Pressemitteilung der Deutschen Börse AG v. 3.6.2003, www.deutsche-boerse.com (abgerufen am 18.6.2003).

3 Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, BT-Drucks. 14/7515, S. 116 = *Baums* (Hrsg.), Bericht der Regierungskommission Corporate Governance, 2001, Rz. 261 f.

4 *Fleischer*, Gutachten zum 64. DJT, 2002, S. F 122 ff.

5 Begr. DiskE, ZBB 2001, 398, 425, sowie Begr. RegE des 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 88.

6 Zur Entstehungsgeschichte der Vorschrift und ihrer Regelungsphilosophie *Taylor*, 39 Ariz. L. Rev. (1997), 1315 (1319 f.); *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1221 f.).

7 Federal Securities Law Reporter, Vol. 4, loose leaf, para. 26.001. Aus dem deutschen Schrifttum zum Sarbanes-Oxley Act 2002 *Henssler*, Der Einfluss des Sarbanes-Oxley Acts auf die Fortentwicklung des deutschen Gesellschaftsrechts, Der Konzern 2003, 255; *Atkins*, Der Sarbanes-Oxley Act: Zielsetzungen, Inhalt und Implementierungsstand, Der Konzern 2003, 260; *Kley*, Neue Corporate Governance Regeln in den USA und Europa – Mehr Probleme als Lösungen?, Der Konzern 2003, 264; *Sünner*, Auswirkungen des Sarbanes-Oxley Act im Ausland, Der Konzern 2003, 268; *Lehne*, Stand der europäischen Corporate Governance-Entwicklung, Der Konzern 2003, 272 (274 f.); *Gordon*, The Conference on New Corporate Governance Regulators in the USA and Europe, Der Konzern 2003, 275; *Gruson/Kubicek*, Der Sarbanes-Oxley-Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht, AG 2003, 337 (I), 393 (II). *De Espinosa Abarca*, The Need For Substantive Regulation on Investor Protection and Corporate Governance in Europe: Does Europe Need A Sarbanes-Oxley?, Journal of International Banking Law and Regulation, 19 (2004), 419 ff., befürwortet den Erlass vergleichbarer Regelungen innerhalb der EU.

zudem ein Abführungspflicht für alle innerhalb von sechs Monaten erzielten Spekulationsgewinne vor („Short Swing Profit Rule“)<sup>1</sup>. In Großbritannien war die Regelung der Directors' Dealings gesellschaftsrechtlich verankert (s. 324 Companies Act 1985, ergänzt durch die ss. 325–329 und schedule 13)<sup>2</sup> und erfasste gleichermaßen börsennotierte und nicht notierte Gesellschaften; dies schmälerte jedoch die kapitalmarktrechtliche Bedeutung der ss. 324 et seq. nicht. Denn börsennotierte Gesellschaften waren nach s. 329 verpflichtet, die Meldungen an die Börse weiterzuleiten. Ergänzt und verstärkt wurde diese Verpflichtung durch No. 16.13 der Listing Rules der Financial Services Authority<sup>3</sup> und durch die Regelungen des Model Code, die börsenzugelassene Gesellschaften als Satzungsbestandteil beschließen müssen<sup>4</sup>. Eine frühe Regelung der Directors' Dealings fand sich zudem in Spanien, das bereits in den Jahren 1988 und 1991 diese Frage regelte<sup>5</sup>. Der Gesetzgeber hatte weiterhin die niederländische und italienische Regelung vor Augen<sup>6</sup>. Schließlich ist auf den österreichischen § 91a BörseG hinzuweisen, der zum 1.5.2001 in Kraft trat<sup>7</sup>.

#### IV. Europarechtlicher Hintergrund

- 23 Eine im Ansatz gesellschaftsrechtliche Regelung der Directors' Dealings fand sich im geänderten Vorschlag der Verordnung über das **Statut für Europäische Aktiengesellschaften** vom 30.4.1975<sup>8</sup>. Nach dessen Art. 82 Abs. 1 sollten die Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder einer Europäischen Aktiengesellschaft (Societas Europaea – SE) sowie diejenigen Personen, die für deren Rechnungslegungskontrolle verantwortlich waren, verpflichtet sein, alle unmittelbar oder mittelbar gehaltenen eigenen Aktien und diejenigen ihrer Ehegatten und minderjährigen Kinder oder vorgeschobener Personen innerhalb von 20 Tagen in Namensaktien umzuwandeln oder bei einer Bank zu hinterlegen. Zudem war in Art. 82 Abs. 2 die unverzügliche Meldung an das Europäische Handelsregister vorgeschrieben. Zusätzlich sah Art. 82 Abs. 2 eine periodische Meldepflicht vor, wonach die erfassten Personen viermal jährlich Käufe und Verkäufe an das Handelsregister zu melden hatten. Art. 82 Abs. 5 sah schließlich eine Gewinnabschöpfungsregel vor. Jeder innerhalb von 6 Monaten ab Kauf oder Verkauf von Aktien der Gesellschaft entstandene Gewinn, den eine der in Art. 82 Abs. 1 erfassten Personen erzielte, stand der Gesellschaft zu und war an diese innerhalb von 8 Tagen abzuführen. Da sich die im Jahre 2001 verabschiedete Verordnung<sup>9</sup> auf bloße Rahmenregelungen beschränkt, wurde auf eine Regelung der Directors' Dealings bei der SE letztlich verzichtet.

8 Die alte und die neue Fassung von s. 16 SEA findet sich bei *Fischer zu Cramburg/Hannich*, Directors' Dealings, Anlage 8.

1 Zur rechtspolitischen Frage der Einführung einer solchen Pflicht ins deutsche Recht *Veil*, ZGR 2005, 155 (171 ff.).

2 Zu Einzelheiten s. *Palmer's Company Law*, ed. by Morse, loose leaf, para. 8.703 ff.; *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1221 ff. m.w.N.).

3 <http://www.fsa.gov.uk/pubs/ukla/chapt16-3.pdf> (abgerufen am 26.6.2005).

4 Zur Neuregelung durch den Companies Act 2006 *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 120.

5 *Deutsche Bank*, Directors' Dealings in Europe, S. 13.

6 Begr. DiskE, ZBB 2001, 398, 425; Begr. RegE, BT-Drucks. 14/8017, S. 88.

7 Einzelheiten bei *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1223 f. m.w.N.).

8 Abgedruckt in *Lutter*, Europäisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl. 1984, S. 363, 385 f.

9 Verordnung (EG) Nr. 2157/2001 des Rates v. 8.10.2001 über das Statut der Europäischen Gesellschaft (SE), ABl. EG Nr. L 294 v. 10.11.2001, S. 1.



Die durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz reformierte Regelung des § 15a 24 beruht auf Art. 6 Abs. 4 der **Marktmissbrauchs-Richtlinie**<sup>1</sup>, die Marktintegrität durch Verhinderung von Marktmissbrauch (in Gestalt von Insidergeschäften und Marktmanipulationen) gewährleisten soll. Während der ursprüngliche Richtlinienvorschlag keine derartige Regelung vorsah<sup>2</sup>, hat der Ausschuss für Wirtschaft und Währung vor dem Hintergrund der positiven US-amerikanischen Erfahrungen eine Regelung der Directors' Dealings in der Marktmissbrauchs-Richtlinie empfohlen<sup>3</sup>. Er stützte seinen Vorschlag auf folgende Gründe: (1) Eine derartige Regelung gewährleiste mehr Gerechtigkeit zwischen den Anlegern. (2) Sie begrenze Insidergeschäfte präventiv, da diese später zu melden seien. (3) Sie unterstütze die Anleger bei der Ermittlung des „wahren Preises“ eines Unternehmens am Markt, da US-amerikanischen Studien zufolge „Insider“ eine bessere Rendite erzielen als andere Anleger. (4) Bei der Regelung der Directors' Dealings handle es sich um einen zuverlässigen und wirksamen Mechanismus, der in den Vereinigten Staaten seit Jahrzehnten zur allgemeinen Zufriedenheit angewandt werde. (5) Die Regelung bringe schließlich Vorteile für die makrofinanzielle Stabilität mit sich, da „Insider“ verkauften, wenn die Kurse der Wertpapiere ein unrealistisch hohes Niveau erreichten, und kauften, wenn die Wertpapiere unterbewertet seien. Die Empfehlung des Ausschusses zur Regelung der Directors' Dealings wurde vom Europäischen Parlament in erster Lesung begrüßt<sup>4</sup>. Sie ging mit unwesentlichen sprachlichen Änderungen in Art. 6 Abs. 4 und 10, 5. Spiegelstrich des Gemeinsamen Standpunkts ein<sup>5</sup>. Dieser ordnet in seinem Erwägungsgrund Nr. 26 die Regelung als Maßnahme zur Verhinderung von Insiderhandel und zur Erhöhung der Markttransparenz für Anleger ein. Der Gemeinsame Standpunkt sah noch vor, dass die Mitteilungen über Directors' Dealings einzeln oder insgesamt erfolgen durften. In zweiter Lesung des Europäischen Parlaments vom 24.10.2002<sup>6</sup> wurde die Regelung dahin gehend verschärft, dass Directors' Dealings stets einzeln zu

- 1 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16 (■Text unter [www.dieaktiengesellschaft.de](http://www.dieaktiengesellschaft.de)); zu den Vorarbeiten etwa *Dier/Fürhoff*, Die geplante europäische Marktmissbrauchsrichtlinie, AG 2002, 604; v. *Ilberg/Neises*, Die Richtlinienvorschläge der EU-Kommission zum „Einheitlichen Europäischen Prospekt“ und zum „Marktmissbrauch“ aus Sicht der Praxis – Hintergrund, Inhalt und Kritik, WM 2002, 635 (643 ff.); *Seitz*, Die Integration der europäischen Wertpapiermärkte und die Finanzmarktgesetzgebung in Deutschland, BKR 2002, 340 (342 f.); *Weber*, Der Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsrichtlinie, EuZW 2002, 43; *Weber*, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2003, NJW 2004, 28 (30 f.). Aus englischer Perspektive, *Avgouleas*, Financial Market Regulation and the New Market Landscape: In Search of a New Regulatory Framework for Market Abuse, International and Comparative Corporate Law Journal 2 (2000), 89 ff., der vor allem den Aspekt der Selbstregulierung untersucht.
- 2 Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) v. 30.5.2001, KOM (2001) 281 endg., – 2001/0118(COD), ABl. EG Nr. C 240 v. 28.8.2001, S. 265.
- 3 Änderungsantrag Nr. 40 im Bericht des Ausschusses für Wirtschaft und Währung v. 27.2.2002 über den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) (KOM (2001) 281 – C5-0262/2001 – 2001/0118(COD)), S. 33 f.
- 4 Bericht A 5/2002/69 v. 14.3.2002.
- 5 Gemeinsamer Standpunkt (EG) Nr. 50/2002 vom Rat festgelegt am 19.7.2002, im Hinblick auf den Erlass der Richtlinie 2002/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. C 228 E v. 25.9.2002, S. 19.
- 6 Bericht A5-0343/2002 v. 24.10.2002.



## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

melden seien (Änderungen Nrn. 1 und 4). Die Kommission akzeptierte diese Änderung<sup>1</sup>, und sie ging in die am 28.1.2003 verabschiedete Richtlinie ein.

- 25 Um die notwendige Flexibilität zur Anpassung der Richtlinie an künftige Entwicklungen sicherzustellen, legte Art. 6 Abs. 4 der Marktmissbrauchs-Richtlinie den Kreis der erfassten Personen, den Kreis der erfassten Transaktionen sowie die Modalitäten nicht abschließend fest, sondern überließ dies einer im Wege des Lamfalussy-Verfahrens erarbeiteten Durchführungs-Richtlinie (Art. 6 Abs. 10, 5. Spiegelstrich, 17 Abs. 2). Die verschiedenen Regelungskomplexe der Marktmissbrauchs-Richtlinie wurden getrennt behandelt. Für den hier interessierenden Komplex erteilte die Kommission dem Committee Of European Securities Regulators (CESR) am 31.1.2003 ein Mandat, Vorschläge für Durchführungsmaßnahmen zur Marktmissbrauchs-Richtlinie zu erarbeiten<sup>2</sup>, und benannte dabei u.a. das Thema der Directors' Dealings. CESR forderte daraufhin interessierte Parteien auf, konkrete Maßnahmenbereiche zu identifizieren<sup>3</sup>. 20 Stellungnahmen gingen ein<sup>4</sup>. Am 15.4.2003 leitete CESR einen Konsultationsprozess ein<sup>5</sup>. Eine öffentliche Anhörung fand am 12.5.2003 in Paris statt<sup>6</sup>. CESR veröffentlichte die eingegangenen Anregungen<sup>7</sup> und seinen Abschlussbericht<sup>8</sup> im August 2003. Dieser Bericht enthält in den Rz. 40–48 Vorschläge zum persönlichen Anwendungsbereich, zu den Voraussetzungen, unter denen eine Mitteilungspflicht ausgelöst wird, und zu den mitteilungsrechtlichen Angaben. Am 10.11.2003 legte die Generaldirektion Binnenmarkt ein Arbeitspapier zur Durchführung der Art. 1 Abs. 1, 2 und Art. 6 Abs. 3, 4 und 9 der Marktmissbrauchs-Richtlinie vor<sup>9</sup>, das eine noch wenig ausgefeilte Regelung zu den Directors' Dealings enthielt. Am 27.1.2004<sup>10</sup> und am

1 Stellungnahme der Kommission gemäß Art. 251 EG-Vertrag v. 11.12.2002, KOM (2002) 724 endg., – 2001/0118 (COD).

2 An Additional Mandate to CESR for Technical Advice on Possible Implementing Measures Concerning the Directive on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse), MARKT/G2 D(2003) v. 31.1.2003.

3 Schreiben v. 7.2.2003 (Ref: CESR/03-037).

4 Results of CESR's Call for Evidence on the Second Mandate on Possible Implementing Measures of the Future Market Abuse Directive (CESR/03-087) v. 28.3.2003.

5 *The Committee Of European Securities Regulators*, Consultation Paper on the Second Set of Implementing Measures for the Directive on Market Abuse, (CESR/03-102b) v. 15.4.2003.

6 *The Committee Of European Securities Regulators*, Open Hearing On Possible Level 2 Implementing Measures Of The Proposed Market Abuse Directive (CESR/03-119) v. 30.4.2003.

7 *The Committee Of European Securities Regulators*, Results of CESR's Public Consultation on the Level 2 Consultation Paper on Possible Implementing Measures of the future Market Abuse Directive (CESR/03-232) v. 18.7.2003 sowie Implementing Measures for Market Abuse Directive – Feedback Statement (CESR/03-213b) v. August 2003.

8 *The Committee Of European Securities Regulators*, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) v. August 2003.

9 DG Internal Market Services' Working Document on the Implementation of Article 1 Paragraphs 1 and 2 and Article 6 Paragraphs 3, 4 and 9 of the European Parliament and Council Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse), Working Document ESC 38/2003.

10 Formeller, dem Europäischen Wertpapierausschuss vorgelegter Kommissionsentwurf einer zweiten Reihe von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen, Dokument ESC 48/2003 v. 27.1.2004.

17.2.2004<sup>1</sup> folgten formelle, dem Europäischen Wertpapierausschuss (ESC) und dem Europäischen Parlament vorgelegte Kommissionsentwürfe eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen (ESC-48/2003). Letzter enthielt die später in der Durchführungs-Richtlinie verabschiedete Regelung zu den Directors' Dealings. Am 3.3.2004 folgte eine überarbeitete Version dieses Dokuments<sup>2</sup>. Mit Datum vom 7.4.2004 legte die Kommission dem Europäischen Wertpapierausschuss einen weiteren Entwurf zu Entscheidung vor<sup>3</sup>, den dieser am 19.4.2004 billigte. Dieser Entwurf und die spätere Richtlinie decken sich inhaltlich, enthalten aber geringfügige sprachliche Abweichungen.

Die Kommission verabschiedete am 29.4.2004 die Durchführungs-Richtlinie<sup>4</sup>, die in ihren Art. 1 Nrn. 1, 2 und Art. 6 die hier interessierenden Directors' Dealings regelt. Die Marktmissbrauchs-Richtlinie (Art. 18 Abs. 1) und die Durchführungs-Richtlinie (Art. 12 Abs. 1) waren bis zum 12.10.2004 in nationales Recht umzusetzen. Diese Frist überschritt Deutschland geringfügig<sup>5</sup>. Die Richtlinien bewirkten eine Harmonisierung der Regelung der Directors' Dealings in den Mitgliedstaaten, die bereits über derartige Vorschriften verfügten, wie etwa Großbritannien, Italien, die Niederlande, Österreich und Deutschland. Die übrigen Mitgliedstaaten wurden zum erstmaligen Erlass derartiger Vorschriften verpflichtet. Damit sind die Meldepflichten bei Directors' Dealings künftig fester Bestandteil des europäischen Publizitätskonzepts<sup>6</sup>. 26

1 Formeller, dem Europäischen Wertpapierausschuss vorgelegter Kommissionsentwurf eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen, Dokument ESC 48/2003 – Fassung 1 – Bereinigte Fassung v. 17.2.2004.

2 Überarbeiteter, dem Europäischen Wertpapierausschuss vorgelegter Kommissionsentwurf eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen, Dokument ESC 48/2003 – Fassung 2 – Bereinigte Fassung v. 3.3.2004.

3 Formeller, dem Europäischen Wertpapierausschuss zur Abstimmung am 19.4.2004 vorgelegter Kommissionsentwurf eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen, Dokument ESC 48/2003 – Fassung 4 v. 7.4.2005.

4 Richtlinie 2004/72/EG der Kommission v. 29.4.2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, ABl. EG Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70 (■Text unter [www.dieaktiengesellschaft.de](http://www.dieaktiengesellschaft.de)).

5 Das der Umsetzung dienende Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) v. 28.10.2004 (BGBl. I 2004, 2630) trat am 30.10.2004 in Kraft.

6 Zur Informationsökonomie im Allgemeinen, insbesondere zur disclosure philosophy *Heinze*, Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Primärmarktes, 1999, S. 13 ff., zur Effizienz von Publizität im Gemeinschaftsrecht S. 94 f.; *Elster*, Europäisches Kapitalmarktrecht – Recht des Sekundärmarktes, 2002, S. 323 ff.

## V. Die Mitteilungspflicht (§ 15a Abs. 1)

### 1. Sachlicher Anwendungsbereich

- 27 Die Mitteilungspflicht bezieht sich nur auf Personen mit Führungsaufgaben (und in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen) bei Emittenten, deren Finanzinstrumente (Rz. ■28) an einer inländischen Börse oder an einem ausländischen organisierten Markt zugelassen sind, sofern der Emittent seinen Sitz im Inland hat oder für den die Bundesrepublik Heimatstaat ist (Rz. ■30 ff., 33).

#### a) Finanzinstrumente

- 28 Die Vorschrift erfasst nur Führungspersonen bei Unternehmen, die Aktien emittiert haben. Im deutschen Recht kommen damit nur Aktiengesellschaften und Kommanditgesellschaften auf Aktien als Emittenten in Betracht (§ 1 Abs. 2 bzw. §§ 278 Abs. 3, 1 Abs. 2 AktG). Darüber hinaus ist die SE erfasst. Der sachliche Anwendungsbereich des § 15a wurde durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz damit deutlich enger gefasst. Bis 29.10.2002 waren Emittenten jedes börsenzugelassenen Wertpapiers erfasst. Die Organmitglieder einer Aktiengesellschaft oder Kommanditgesellschaft auf Aktien waren selbst dann verpflichtet, ihre Transaktionen in Aktien zu melden, wenn keine Aktien, wohl aber andere Wertpapiere dieses Unternehmens an der Börse zugelassen waren<sup>1</sup>. Denn der Kurs dieser Wertpapiere kann durch den Aktienkurs beeinflusst werden, so dass Transaktionen der Organmitglieder in Aktien wegen der hiermit verbundenen Indikatorwirkung (s. oben bei Rz. ■12) für Inhaber von Schuldverschreibungen, Genussscheinen u.Ä. durchaus von Bedeutung waren. Die mit dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz vorgenommene Reduktion des Anwendungsbereichs widerspricht den europarechtlichen Vorgaben<sup>2</sup>. Die Marktmissbrauchs-Richtlinie erfasst in ihrem Art. 6 Abs. 4 Emittenten „von Finanzinstrumenten“ und gerade nicht nur „von Aktien“. Zwar schränkt Art. 6 Abs. 1 der Durchführungs-Richtlinie die Mitteilungspflicht des Emittenten auf Geschäfte in börsenzugelassenen Aktien ein. Jedoch betrifft diese Norm allein die Meldepflicht des Emittenten nach § 15a Abs. 4 Satz 1 und sagt deshalb nichts über den Anwendungsbereich des § 15a Abs. 1 aus. Es handelt sich bei der Umsetzung daher um ein Redaktionsversehen<sup>3</sup>.
- 29 Erfasst sind damit alle Aktiengesellschaften, Kommanditgesellschaften auf Aktien und SE, deren **Aktien oder andere Finanzinstrumente (z.B. Schuldverschreibungen, Genussscheine etc.) börsenzugelassen** sind. Der sachliche Anwendungsbereich des § 15a deckt sich insoweit mit dem des § 15, der Ad-hoc-Mitteilungen bei Emittenten von allen börsenzugelassenen Finanzinstrumenten und nicht nur solchen von Aktien vorschreibt. Das Redaktionsversehen führt allerdings dazu, dass der **Bußgeldtatbestand nicht anzuwenden** ist, wenn ein Meldepflichtiger den Anwendungsbereich verkennt, weil er meint, die bloße Zulassung von anderen Finanz-

1 Ebenso *Weiler/Tollkühn*, DB 2002, 1923 (1924).

2 So *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948 (1953 Fn. 78); *Erkens*, Der Konzern 2005, 29 (31); *Schäfer*, in: *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen ■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 3; *Heinrich*, in: *KölnKomm. WpHG*, § 15a Rz. 28, die von einem Redaktionsversehen ausgehen.

3 Die in der Vorauf. vertretene gegenteilige Ansicht wird aufgegeben. *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 151 ff. hält am Wortlaut der Norm fest, da man wegen des Analogieverbots an ihn gebunden sei. Die Möglichkeit der gespaltenen Auslegung prüft er nicht.

instrumenten als Aktien reiche für § 15a nicht aus. Hier greift die strafrechtlich relevante Wortlautgrenze ein. Diese wiederum führt aber **nicht zu einer Einschränkung des Aufsichtsrechts**. Vielmehr kann dieses unabhängig von anknüpfenden Buß- oder Straftatbeständen nach den dafür üblichen Auslegungsmethoden ausgelegt werden (gespaltene Auslegung). Ein verwaltungsrechtlicher Tatbestand, den eine Strafvorschrift in Bezug nimmt, ist also nicht generell an den strengen Beschränkungen des Art. 103 Abs. 2 GG zu messen, sondern nur, soweit er zur Ausfüllung der strafrechtlichen Blankettnorm herangezogen und damit selbst zum Teil der Strafrechtsnorm wird<sup>1</sup>.

#### b) Zulassung zu einer inländischen Börse (§ 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 1)

Die Mitteilungspflicht bezieht sich auf Personen mit Führungsaufgaben (und in enger Beziehung zu ihnen stehende Personen) solcher in- oder ausländischen Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Handel an einer inländischen Börse, also dem **Regulierten Markt**, zugelassen sind<sup>2</sup>. Die bloße Einbeziehung in den Regulierten Markt (§33 Abs. 1 BörsG) ist nicht ausreichend (vgl. die Kommentierung zu §§ 37b und 37c Rz. ■36). Von § 15a **nicht erfasst wird der Freiverkehr (Open Market)**. Die Anwendungsbereiche von § 15 und § 15a decken sich in diesem Punkt. 30

Die Freistellung des Freiverkehrs von der Mitteilungspflicht nach § 15a Abs. 1 unterliegt rechtspolitischer Kritik. Der enge Anwendungsbereich des § 15a führe zu einem dogmatischen Bruch, da die Vorschrift auch der Verhütung des Insiderhandels diene und dieser aber gerade auch im Freiverkehr verboten sei (§ 12 Abs. 1 Nr. 1 a.E.)<sup>3</sup>. Die Freistellung des Freiverkehrs von den Pflichten des § 15a dürfte auf den gleichen Erwägungen beruhen, die bereits bei der Freistellung des Freiverkehrs von der Ad-hoc-Publizität in § 15 ausschlaggebend waren. Da zu dieser Frage allerdings Ausführungen in den Gesetzesmaterialien des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes fehlen, wird man nur mutmaßen können. Zu den Gründen für eine Freistellung des Freiverkehrs kann man sicherlich den Umstand zählen, dass Wertpapiere zum Freiverkehr zugelassen werden können, ohne dass es eines Antrags oder der Zustimmung des Emittenten bedürfte<sup>4</sup>. Die Emittenten von im Freiverkehr gehandelten Wertpapieren sind regelmäßig nicht bereit, sich umfangreichen kapitalmarktrechtlichen Folgepflichten zu unterwerfen, wenn sie schon nicht von sich aus den Antrag auf eine Börsenzulassung stellen<sup>5</sup>. Allerdings überzeugt dieser Hinweis auf die fehlende Bereitschaft der Emittenten, sich kapitalmarktrechtlichen Folgepflichten auszusetzen, nicht restlos. Gerade das Beispiel des Insiderhandels, der auch im Freiverkehr verboten ist, belegt, dass der Gesetzgeber auch für den Freiverkehr kapitalmarktrechtliche Regeln erlassen kann und sollte. Denn bei der Frage des Anwendungsbereichs einer Norm kann es nicht oder zumindest nicht allein auf den Willen der künftig Rechtsunterworfenen ankommen, sondern es müssen übergeordnete Interessen einbezogen werden. Die entscheidende rechtspolitische Frage kann daher nicht lauten, ob, sondern in wel- 31

1 BVerfG v. 5.4.2006 – 1 BvR 2780/04, Nichtannahmebeschl., NJW 2006, 3340 Rz. 23.

2 Zur Erfassung des zum 5.6.2003 geschlossenen Neuen Marktes 3. Aufl., § 15a Rz. 21.

3 *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1225); *Zimmer*, in: Schwark, § 15a WpHG Rz. 13; wohl auch *Fischer* zu *Cramburg/Hannich*, *Directors' Dealings*, S. 26.

4 Einzelheiten bei *Groß*, Kapitalmarktrecht, § 57 BörsG Rz. 4 ff.

5 Hierauf stellt *Kümpel*, in: Assmann/Uwe H. Schneider, WpHG, 2. Aufl., § 15 Rz. 31, ab.

## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

chem Umfang man den Freiverkehr künftig regelt. Sicherlich bestünde die Gefahr einer **Austrocknung** dieses Marktsegments, wollte man den Freiverkehr einer ebenso strengen Regulierung unterwerfen wie den Regulierten Markt<sup>1</sup>. Denn der Freiverkehr lebt gerade auch vom Regelungsgefälle zu den anderen Märkten. Die durch den Freiverkehr eröffneten zusätzlichen Handelsmöglichkeiten würde man gefährden, wenn man den Freiverkehr sämtlichen Maßnahmen zur Verhütung des Insiderhandels unterwerfen würde. Hierzu zählen nämlich gerade nicht nur die Pflichten aus § 15a. Vielmehr müsste man dann konsequenterweise auch die §§ 15, 37b, 37c für anwendbar erklären. Da Anleger wissen, dass sie im Freiverkehr deutlich weniger geschützt werden als im Regulierten Markt, erscheint das rechtspolitische Regelungsbedürfnis derzeit nicht allzu dringend.

- 32 Der Tatbestand erfasst Emittenten bereits dann, wenn sie einen **Antrag auf Zulassung** zu einem Regulierten Markt gestellt haben. Denn bereits zu diesem Zeitpunkt erfordert der Schutz des Publikums die erhöhte Kapitalmarkttransparenz und die präventive Wirkung, die § 15a gewährleisten soll (oben Rz. ■10 ff.). Auch die bloße **Ankündigung, die Börsenzulassung beantragen zu wollen**, unterfällt dem Tatbestand (§ 15a Abs. 1 Satz 4). Dabei ist nicht jede öffentliche Äußerung eines Mitarbeiters des Unternehmens maßgebend. Vielmehr ist erforderlich, dass die Äußerung von einer dafür verantwortlichen Person abgegeben wird (z.B. Vorstandssprecher, Pressesprecher), dass die Ernsthaftigkeit der Absicht in der öffentlichen Äußerung hinreichend deutlich wird und dass der Antrag in absehbarer Zeit gestellt werden soll<sup>2</sup>. Nicht ausreichend wäre daher beispielsweise eine Äußerung des Vorstands, man benötige zur Erschließung neuer Märkte Kapital und plane daher eine Umwandlung der GmbH in eine AG, um Kapital über die Börse aufnehmen zu können. Hier ist zwar das Ziel benannt, der Zeitrahmen aber noch zu vage.

**c) Ausländische Börsenzulassung (§ 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 2)**

- 33 Mit der Umsetzung der Marktmissbrauchs-Richtlinie durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz wurde der internationale Anwendungsbereich deutlich erweitert. Waren zuvor nur im Inland börsenzugelassene Wertpapiere erfasst, wurden dann alle an einem Geregelten Markt innerhalb der EU und des EWR zugelassenen Aktien genannt. Der Wortlaut des § 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 2 war sehr weit, denn er schien alle innerhalb der EU/des EWR zugelassenen Emittenten zu erfassen. Es war daher zu begrüßen, dass die BaFin in den Emittentenleitfaden eine entsprechende Klarstellung aufgenommen hat und nur solche Emittenten als erfasst ansah, die ihren Sitz im Inland haben und deren Aktien im Inland oder in der EU/im EWR an einem Regulierten Markt zugelassen sind, deren Zulassung beantragt oder angekündigt ist<sup>3</sup>.
- 34 Der Gesetzgeber hat mit der Neufassung der Nr. 2 durch das TUG und das FRUG (s. oben Rz. ■5 und 7) den internationalen Anwendungsbereich nun auch gesetz-

1 Vgl. die entsprechenden Erwägungen des Gesetzgebers bei der Schaffung des § 15 durch das 2. FFG, BT-Drucks. 12/6679, S. 76, sowie hier *Assmann*, § 15 Rz. 45.

2 Dieses dritte Kriterium findet sich im ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 69 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)).

3 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 68 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)); zustimmend *Erkens*, *Der Konzern* 2005, 29 (32); *Schäfer*, in: *Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG*, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 10.

lich präzisiert. Die Vorschrift setzt Art. 6 Abs. 1 Satz 2 bis 4 der Durchführungs-Richtlinie um und erfasst solche Emittenten, die ihren Sitz in Deutschland haben, deren Finanzinstrumente aber im Ausland zugelassen sind (Alt. 1). Sie erfasst weiterhin Emittenten, die ihren Sitz außerhalb der EU/des EWR haben, für die aber die Bundesrepublik Herkunftsstaat i.S. des WpPG ist (Alt. 2). Für die Meldungen ist die Aufsichtsbehörde desjenigen Mitgliedstaats zuständig, bei der der Emittent jährlich ein Dokument nach Art. 10 der Prospekt-Richtlinie<sup>1</sup> vorlegen muss (vgl. dazu §§ 2 Nr. 13 lit. c, 10 WpPG). Nach Art. 2 Abs. 1 lit. m iii der Prospekt-Richtlinie ist dies (von wenigen Ausnahmen abgesehen) für alle Drittstaatsmittenten nach deren **Wahl** entweder die Aufsichtsbehörde des Mitgliedstaats, in dem die Wertpapiere erstmals nach dem In-Kraft-Treten der Richtlinie öffentlich angeboten werden sollen, oder des Mitgliedstaats, in dem der erste Antrag auf Zulassung zum Handel an einem Regulierten Markt gestellt wird. Sind die Aktien nur in einem Mitgliedstaat der EU/des EWR zugelassen, gilt dieser als Herkunftsmitgliedstaat. Der Zulassung steht der Antrag auf Zulassung und die öffentliche Ankündigung des Börsengangs gleich (§ 15a Abs. 1 Satz 4).

## 2. Persönlicher Anwendungsbereich

### a) Personen mit Führungsaufgaben (§ 15a Abs. 2)

Die Vorschrift wendet sich an Personen mit Führungsaufgaben bei dem Emittenten von börsenzugelassenen Aktien. Maßgeblich für die Bestimmung dieses Personenkreises ist das Gesellschaftsstatut des Emittenten. Gemäß § 15a Abs. 2 fallen unter den Begriff der Person mit Führungsaufgaben zunächst die Mitglieder der Verwaltungs-, Leitungs- und Aufsichtsorgane, also **Organmitglieder im formellen Sinne**. Als Personen mit Führungsaufgaben gelten aber auch sonstige Personen, die – ohne Organ zu sein<sup>2</sup> – regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen (vgl. § 13 Abs. 1) haben und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind. Diese Erweiterung des Tatbestands auf **Führungskräfte im materiellen Sinne** geht auf eine Empfehlung von CESR zurück<sup>3</sup> und floss in Art. 1 Nr. 1 lit. b der Durchführungs-Richtlinie ein. Da die Formulierung des Tatbestands des § 15a Abs. 2 ausgesprochen knapp ausfällt, ist zu seiner Auslegung auf die Durchführungs-Richtlinie zurückzugreifen. Diese spricht ausdrücklich von einer „geschäftsführenden Führungskraft“. Es handelt sich damit um Personen im Unternehmen, nicht aber um externe Personen. Sie müssen im Innenverhältnis der Gesellschaft<sup>4</sup> die Möglichkeit haben, eigenverantwortlich strategische Entschei-

1 Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG, ABl. EG Nr. L 345 v. 31.12.2003, S. 64 (■Text unter [www.dieaktiengesellschaft.de](http://www.dieaktiengesellschaft.de)).

2 Missverständlich daher *Pluskat*, Finanz-Betrieb 2004, 219 (220), die meint, es komme auf die „formale Anknüpfung an die Organmitgliedschaft“ an.

3 *The Committee Of European Securities Regulators*, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) v. August 2003, Rz. 40: „CESR’s advice is principally focussed on those persons who are members of the administrative, management or supervisory bodies of the issuer. In addition, where in some countries top executives who do not participate in these bodies have decision making powers and decide on the future development and business prospects of the issuer, they should disclose their transactions“. Die Erweiterung wird von *Seitz*, BKR 2002, 340 (343) als zu weitgehend kritisiert.

4 Ebenso *Pluskat*, DB 2005, 1097 (1098).



## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

dungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven dieses Emittenten zu treffen. Die Entscheidungen müssen also eine grundsätzliche Bedeutung haben, denn Aktiengeschäften kommt nur dann eine Indikatorfunktion zu, wenn sie von Personen mit solch weit reichenden Kompetenzen getroffen werden. Zusätzlich müssen diese Personen über einen Wissensvorsprung mit direktem oder indirektem Bezug zum Emittenten verfügen. Damit sind im Ergebnis nur „top executives“ erfasst<sup>1</sup>, nicht aber sämtliche leitenden Angestellten des Unternehmens oder gar Angestellte von Tochterunternehmen<sup>2</sup>. Sobald der Geschäftsleitung ein Zustimmungsvorbehalt oder ein Letztentscheidungsrecht zusteht, fehlt der Person die Kompetenz zur eigenverantwortlichen Entscheidung und sie ist nicht mitteilungs pflichtig<sup>3</sup>. Angesichts der bei deutschen Aktiengesellschaften vorherrschenden Aufgabenverteilung dürfte allenfalls die Führungsebene direkt unterhalb der Geschäftsleitung unter die sonstigen Personen mit Führungsaufgaben fallen. Die Bedeutung der Einbeziehung des materiellen Organbegriffs in § 15a dürfte daher in der Praxis der deutschen AG eher gering ausfallen. Anders ist – wie sogleich zu zeigen sein wird – die Bedeutung dieses neuen Tatbestandsmerkmals für die KGa.A.

- 36 § 15a Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 bezieht sich bei einer Aktiengesellschaft auf die Mitglieder des **Vorstands** (§ 76 Abs. 2 Satz 1 und 2 AktG). Auch die **stellvertretenden Vorstandsmitglieder** (§ 94 AktG) sind erfasst, da es sich bei ihnen – entgegen der äußerst missverständlichen Bezeichnung – um vollwertige Vorstandsmitglieder handelt<sup>4</sup>. Der **Arbeitsdirektor** ist nach § 76 Abs. 2 Satz 3 AktG, § 13 Abs. 1 Satz 1 Montan-MitbestG, 13 MitbestErgG, § 33 Abs. 1 Satz 1 MitbestG ebenfalls gleichberechtigtes Mitglied des Geschäftsführungsorgans und unterfällt daher ebenfalls § 15a Abs. 1. Weiterhin sind die **Mitglieder des Aufsichtsrats** erfasst. Bei einer mitbestimmten Aktiengesellschaft ist es gleichgültig, ob es sich um Vertreter der Anteilseignerseite oder der Arbeitnehmerseite handelt. Der Aufsichtsrat kennt keine stellvertretenden Aufsichtsratsmitglieder, sondern nur Ersatzmitglieder, die bei Wegfall eines Mitglieds des Aufsichtsrats nachrücken (§ 101 Abs. 3 AktG). Die **Ersatzmitglieder** werden von § 15a erst erfasst, nachdem sie nachgerückt sind, denn erst dann haben sie eine Stellung als Mitglied des Organs inne.
- 37 Die **Hauptversammlung** wird, auch wenn sie Entscheidungen über Fragen der Geschäftsführung nach § 119 Abs. 2 AktG trifft, dadurch nicht zu einem Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan. Einfache **Aktionäre** werden daher von § 15a nicht erfasst. Fraglich ist, ob ein **unternehmerisch tätiger Hauptaktionär** § 15a unterfallen kann. Zwar leitet der Vorstand die Gesellschaft eigenverantwortlich (§ 76 Abs. 1 AktG). Gewinnt jedoch der Hauptaktionär einen tatsächlichen Einfluss auf das Schicksal der Gesellschaft und gelangt er dabei an Insiderwissen, könnte man argumentieren, die dem § 15a zugrunde liegenden Wertungen erforderten ein Ein-

1 *Bürgers*, BKR 2004, 424 (428); v. *Buttlar*, BB 2003, 2133 (2135 f.); *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929 (936); *Dreyling*, Der Konzern 2005, 1 (3); *Erkens*, Der Konzern 2005, 29 (32); *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948 (1953); *Klawitter*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, ■2. Aufl. Zitat prüfen■§ 25 Rz. 111; *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 5; *Schwintek*, Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 52, der im Übrigen auch die Entstehungsgeschichte dieser Passage des CESR-Papiers beschreibt.

2 So aber *Kuthe*, ZIP 2004, 883 (886).

3 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 69 f. (www.bafin.de).

4 Einzelheiten bei *Hüffer*, § 94 AktG Rz. 1 f.

greifen des Tatbestands. Diese Sichtweise überzeugt im Ergebnis jedoch nicht. Der Umstand, dass der Vorgang u.U. wegen des Verstoßes gegen § 76 Abs. 1 AktG verbandsrechtlich unzulässig ist, spielt für die kapitalmarktrechtliche Beurteilung keine Rolle, da diese den Markt schützen will, nicht die gesellschaftsrechtlich vorgegebene Machtverteilung. Entscheidend ist vielmehr ein anderer Aspekt. Der Gesetzgeber hat gerade die bis 2002 bestehende Regelung über Organmitglieder des Mutterunternehmens aus dem Tatbestand herausgenommen. Als sonstige Personen mit Führungsaufgaben sollten nur unternehmensinterne Personen erfasst sein, entweder, weil sie als Mitglieder der Führungsebene tätig sind, oder weil sie eine organähnliche Stellung einnehmen („top executives“). Externe Personen sind daher vom Tatbestand ausgenommen<sup>1</sup>.

Bei einer Kommanditgesellschaft auf Aktien wird die Geschäftsführung und Vertretung von den **persönlich haftenden Gesellschaftern** wahrgenommen (§ 278 Abs. 2 AktG i.V.m. §§ 161 Abs. 2, 114 ff., 125 ff. HGB sowie § 283 AktG). Diese bilden damit das Leitungsorgan der KGaA und sind nach § 15a Abs. 1 Satz 1 mitteilungs-pflichtig. Sind einzelne persönlich haftende Gesellschafter **von der Geschäftsführung und Vertretung ausgeschlossen**, sind sie nicht Mitglied des Geschäftsführungsorgans. Sie bleiben zwar persönlich haftende Gesellschafter, haben aber nur noch gesellschaftsrechtliche Kompetenzen und keine Organfunktionen mehr<sup>2</sup>. Daher sind sie keine Organmitglieder im formellen Sinne. Sie fallen auch nicht in die Gruppe der sonstigen Personen mit Führungsaufgaben, da sie keine „geschäftsführende Führungskraft“ darstellen und gerade nicht befugt sind, strategische Entscheidungen für den Emittenten zu treffen. Der nicht geschäftsführungs- und nicht vertretungsbefugte Komplementär der KGaA unterfällt daher nicht den Vorgaben, die die Durchführungs-Richtlinie für sonstige Führungspersonen enthält. Abschließend ist der Frage nachzugehen, ob der deutsche Gesetzgeber über die Vorgaben der Richtlinie hinausgegangen sein könnte. Der Wortlaut des § 15a Abs. 2 differenziert gerade nicht danach, welche Rolle ein persönlich haftender Gesellschafter innerhalb der Kommanditgesellschaft auf Aktien inne hat. Vielmehr nennt er „persönlich haftende Gesellschafter oder Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten“. Hätte der Gesetzgeber nur die geschäftsführungs- und vertretungsbefugten Komplementäre erfassen wollen, wäre die Formulierung „Mitglieder eines Leitungs-, Verwaltungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten“ ausreichend gewesen. Aus der separaten Nennung der persönlich haftenden Gesellschafter könnte man daher ableiten, dass diese unabhängig davon erfasst werden sollten, ob sie der Geschäftsführung angehören oder nicht. Für eine derart weite gesetzliche Auslegung könnte man zudem ins Feld führen, dass die Komplementäre auf Grund der persönlichen Haftung eine enge persönliche Verbundenheit untereinander und mit dem Unternehmen haben; sie werden regelmäßig einen direkteren Einblick in die Geschäftsführung haben als gewöhnliche Aktionäre oder außenstehende Dritte. Man könnte daher sicherlich mit guten Gründen behaupten, dass von ihnen getätigte Transaktionen in Aktien der Kommanditgesellschaft auf Aktien eine ähnliche Indikatorwirkung entfalten wie Transaktionen eines geschäftsführungsbefugten Komplementärs. Eine solche Auslegung war zum früheren Recht, das allein auf Vorgaben des nationalen

1 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 70 (www.bafin.de); *Erkens*, Der Konzern 2005, 29 (32 f.); *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 351.

2 *Assmann/Sethe*, in: *Großkomm. AktG*, ■. Aufl. ■, § 278 AktG Rz. 105 m.w.N.

## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

Gesetzgebers beruhte, überzeugend<sup>1</sup>. Bei der Umsetzung der Richtlinien hat sich der deutsche Gesetzgeber jedoch strikt an die Richtlinienvorgaben gehalten<sup>2</sup>. Anhaltspunkte dafür, dass er gerade bei der nicht so häufig vorkommenden KGaA eine verschärfte Regelung der Directors' Dealings wollte, sind nicht ersichtlich. Vielmehr dürfte die gesetzliche Formulierung einmal mehr darauf beruhen, dass die Rechtsform der KGaA wenig bekannt ist und daher in Gesetzgebungsverfahren oft stiefmütterlich behandelt wird<sup>3</sup>. Der besonderen Erwähnung der persönlich haftenden Gesellschafter in § 15a Abs. 2 kommt daher keine spezielle inhaltliche Bedeutung zu. Die nicht geschäftsführungs- und nicht vertretungsbefugten Komplementäre der KGaA sind daher nicht nach § 15a Abs. 1 mitteilungs- und meldepflichtig<sup>4</sup>.

- 39 Handelt es sich bei dem geschäftsführungs- und vertretungsbefugten persönlich haftenden Gesellschafter der KGaA um eine **Komplementär-Gesellschaft**, ist diese unzweifelhaft von § 15a Abs. 1 Satz 1, Abs. 2 erfasst. Dabei ist es unerheblich, ob sie ihren Sitz im Inland oder im Ausland hat. Die **Mitglieder des Geschäftsführungsorgans der Komplementär-Gesellschaft** sind ebenfalls mitteilungs- und meldepflichtig, denn bei ihnen handelt es sich um sonstige Personen, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben und die zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt sind<sup>5</sup>. Wenn die Geschäftsführung der Kommanditgesellschaft auf Aktien bei einer Komplementär-Gesellschaft liegt, sind es gerade deren Organmitglieder, die den Wissensvorsprung besitzen; sie sind „top executives“<sup>6</sup>. Werden strategische Aufgaben der Geschäftsführung auf ein **fakultatives Organ** übertragen (Beirat u.Ä.), sind die Mitglieder dieses Organs ebenfalls mitteilungs- und meldepflichtig, da sie als sonstige Personen mit Führungsaufgaben gelten<sup>7</sup>. In Bezug auf den **Aufsichtsrat der Kommanditgesellschaft auf Aktien** gilt das zum Aufsichtsrat der Aktiengesellschaft Ausgeführte. Verfügt die Kommanditgesellschaft auf Aktien über **fakultative Aufsichtsorgane**, die wesentliche unternehmerische Entscheidungen mitbestimmen, unterfallen deren Mitglieder als sonstige Personen mit Führungsaufgaben ebenfalls § 15a.

■ Was ist mit den Organen der SE? Sollten die nicht auch hier noch erwähnt werden? ■

- 40 Auch **fehlerhaft bestellte Organe** unterfallen der Mitteilungspflicht, solange sie die Organfunktion tatsächlich ausüben, das Organverhältnis also in Vollzug gesetzt und noch nicht beendet wurde<sup>8</sup>. Selbst wenn man die fehlerhaft bestellten Organe nicht als Personen mit Führungsaufgaben einordnen wollte, unterfallen

1 3. Aufl., § 15a Rz. 25.

2 RegE des AnSVG, BR-Drucks. 341/04, S. 70.

3 Beispiele für dieses Phänomen finden sich bei *Sethe*, Aufsichtsratsreform mit Lücken, AG 1996, 289 f.; *Sethe*, Die personalistische Kapitalgesellschaft mit Börsenzugang, 1996, S. 331, 445 ff., 461 ff., 517 f.

4 A.A. *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 353 f.

5 A.A. *Fischer zu Cramburg/Hannich*, Directors' Dealings, S. 23 (OHG als Komplementärin einer KGaA).

6 So auch *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 355 f.

7 So jetzt auch *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 351.

8 Zu § 15a i.d.F. des 4. FFG *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1225); *Zimmer*, in: Schwark, § 15a WpHG Rz. 18; für das Insiderrecht, an das die Gesetzesbegründung (Begr. DiskE, ZBB 2001, 398, 425 und Begr. RegE des 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87) anknüpfte, s. unten *Vogel*, § 38 Rz. 8; allgemein zur fehlerhaften Organmitgliedschaft *Hüffer*, § 84 AktG Rz. 10.

sie zumindest der Kategorie der sonstigen Person, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen hat und zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ermächtigt ist.

Die Mitteilungspflicht **endet**, sobald die Person mit Führungsaufgaben ihre Organstellung verliert (Ablauf der Amtszeit, Widerruf der Bestellung, Abberufung aus wichtigem Grund etc.) bzw. die Stellung als „top executive“ beendet wird und sie damit keinen Einfluss mehr auf wesentliche unternehmerische Entscheidungen hat. Auf die Beendigung eines zusätzlich geschlossenen Anstellungsvertrags kommt es nicht an. Denn mit dem Verlust der Stellung als Führungsperson endet auch die Möglichkeit zum Einblick in die Interna des Emittenten, so dass Transaktionen der ehemaligen Führungsperson eine Indikatorwirkung fehlt. Auf den Umstand, dass einer ehemaligen Person mit Führungsaufgaben aus dem Anstellungsvertrag u.U. noch Ansprüche auf Bezüge zustehen, kommt es nicht an. Der Gesetzgeber hat keine nachwirkende Mitteilungspflicht angeordnet<sup>1</sup>. Man wird zwar argumentieren können, dass die Person mit Führungsaufgaben auch nach dem Ausscheiden aus dem Amt noch über Kenntnisse der Interna des Emittenten verfügt. Jedoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Transaktionen einer **ehemaligen Person mit Führungsaufgaben** auf ganz anderen Motiven beruhen als dem Einblick in die Unternehmensinterna, insbesondere bei einem unfreiwilligen Ausscheiden, recht groß. Vor diesem Hintergrund könnte eine fortwirkende Mitteilungspflicht eher zur Verwirrung als zum Nutzen des Publikums beitragen.

Nicht jede Person, die in einem **Insiderverzeichnis** nach § 15b aufgelistet ist, unterfällt auch dem Tatbestand des § 15a. Das Insiderverzeichnis erfasst Personen, die bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderwissen haben. Nicht jede dieser Personen gehört aber auch zugleich dem Personenkreis an, der beim Emittenten Führungsaufgaben wahrnimmt<sup>2</sup>.

**Wird der Emittent insolvent**, bleibt der Vorstand im Amt (vgl. § 263 AktG). Allerdings wird ihm die Verfügungsbefugnis entzogen und geht auf den Insolvenzverwalter über (§ 80 Abs. 1 InsO). Der **Vorstand** ist damit immer noch Organ der Gesellschaft und deshalb weiterhin nach § 15a Abs. 1, 2 verpflichtet<sup>3</sup>. Da den privaten Aktiengeschäften des Vorstands Indikatorfunktion zukommt, hat gerade in einer Krisensituation das Publikum ein Interesse daran zu wissen, ob der Vorstand an eine Sanierung des Emittenten glaubt oder nicht. Gegen ein Fortbestehen der Meldepflicht könnte zwar der Umstand sprechen, dass der Vorstand mit Eröffnung des Insolvenzverfahrens seinen unmittelbaren Einfluss auf die Geschäfte des Un-

1 Entsprechende rechtspolitische Forderungen finden sich bei v. *Buttlar*, BB 2003, 2133 (2136); *Fischer zu Cramburg/Hannich*, Directors' Dealings, S. 23 f., 62; *Erkens*, Der Konzern 2005, 29 (33); *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 356, 611 ff.; *Schuster*, ZHR 167 (2002), 193 (206); offen gelassen bei *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1226).

2 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 70; *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 5; im Ergebnis auch *Pluskat*, DB 2005, 1097 (1098 f.); *Pluskat*, BKR 2004, 467 (470), die auf den Unterschied von „bestimmungsgemäß“ Zugang zu Insiderinformationen und „regelmäßig“ Zugang zu solchen Informationen abstellt; im Ergebnis auch *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 41 a.E.; a.A. *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929 (936).

3 So in Bezug auf Meldepflichten nach §§ 21 ff. BVerwG v. 13.4.2005 – 6 C 4/04, ZIP 2005, 1145, 1148 mit Anm. *Ott*; anders noch VG Frankfurt v. 29.1.2004 – 9 E 4228/03 (V), ZIP 2004, 469; ■Schäfer■*Dehlinger*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 11 Rz. 3 m.w.N.

## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

ternehmens verliert. Für § 15a ist es jedoch ausreichend, wenn eine Person den formellen, nicht aber auch den materiellen Organbegriff des § 15a verwirklicht. Denn das tatsächliche Ausmaß des Einflusses auf die Geschicke des Unternehmens wird gerade nicht zum Maßstab gemacht, wenn es um die Erfassung der Organmitglieder i.S. des § 15a Abs. 2 Halbsatz 1 geht. ■Sollte man aus heutiger Sicht nicht den Absatz umformulieren und § 11 an den Anfang setzen?■Mit § 11 hat der Gesetzgeber diese Rechtsprechung nun kodifiziert. Zusätzlich zum Vorstand wird auch der **Insolvenzverwalter** von § 15a erfasst. Mit seiner Bestellung gehört er zu den sonstigen Personen mit Führungsaufgaben, denn im Innenverhältnis der Gesellschaft hat er die Möglichkeit, eigenverantwortlich strategische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven dieses Emittenten zu treffen. Seine Entscheidungen haben eine grundsätzliche Bedeutung. Schließlich verfügt er über einen Wissensvorsprung mit direktem oder indirektem Bezug zum Emittenten. Tätigt der Insolvenzverwalter private Geschäfte in Aktien des Emittenten, unterfällt er damit § 15a<sup>1</sup>.

- 44 Fraglich ist, ob die Führungspersonen eine (Mit-)Verantwortung dafür tragen, dass die mitteilungspflichtigen Angehörigen (s. unten Rz. ■46 ff., 52) ihrer Meldepflicht nachkommen. Diese Frage ist insbesondere für die Bußgeldvorschriften von Bedeutung (dazu unten Rz. ■129 ff.). Ein Teil des Schrifttums sieht die Führungspersonen auf Grund der allgemeinen **gesellschaftsrechtlichen Organpflichten** als verpflichtet an, organisatorische Maßnahmen zu ergreifen, um sicherzustellen, dass die mitteilungspflichtigen Personen um die Meldepflicht wissen und dieser nachkommen<sup>2</sup>. Grundsätzlich ist es Aufgabe der betroffenen Personen selbst, sich um ihre öffentlich-rechtlichen Pflichten zu kümmern. Der Emittent trägt keine organisatorische Verantwortung für die Angehörigen seiner Führungspersonen. Die Angehörigen der Führungsperson oder gar von Angehörigen abhängig juristische Personen sind unternehmensfremd. Gesellschaftsrechtliche Pflichten des Emittenten bestehen gegenüber diesen Personen nicht. Auch aus dem Anstellungsvertrag wird man **keine Fürsorge- oder Hinweispflichten** des Unternehmens zugunsten der Angehörigen seiner Führungspersonen annehmen können. Vielmehr sind die Führungspersonen kraft ihrer **familienrechtlichen Stellung zum Hinweis verpflichtet**. Ehegatten und Lebenspartner schulden einander Beistand aus § 1353 BGB bzw. § 2 LPartG. Dieser umfasst entsprechende Hinweispflichten auf die Mitteilungspflicht aus § 15a. Soweit es sich um die Mitteilungspflicht minderjähriger Kinder handelt, sind die Eltern kraft ihres Sorgerechts nach §§ 1626 Abs. 1, 1629 Abs. 1 BGB verpflichtet, die Belange des Kindes wahrzunehmen. Die Führungsperson muss also darauf hinwirken, dass der andere Elternteil bei der Erfüllung der Mitteilungspflicht mitwirkt. Darüber hinaus trifft die Führungsperson keine Pflicht, andere volljährige Angehörige auf ihre kapitalmarktrechtlichen Pflichten hinzuweisen. Ist die Führungsperson an einer Gesellschaft, juristischen Person oder Einrichtung beteiligt, die als „in enger Beziehung stehende Person“ nach § 15a Abs. 3 Satz 2 und 3 einzuordnen ist (dazu unten Rz. ■53 ff.), kann sich aus dieser Beteiligung im Einzelfall eine eigenständige **gesellschaftsrechtliche Hinweispflicht** an diese Gesellschaft, juristische Person oder Einrichtung ergeben, dass diese mitteilungspflichtig ist.

1 So auch *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 350.

2 *Klawitter*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, *Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt*, ■2. Aufl. Zitat prüfen■§ 25 Rz. 110.



**b) Organmitglieder des Mutterunternehmens**

Bis zur Neufassung des § 15a durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz erfasste die Vorschrift nicht nur die Organmitglieder des zum Handel an einer Börse zugelassenen Emittenten selbst, sondern auch die Organmitglieder von dessen Mutterunternehmen. Diese rechtspolitisch umstrittene<sup>1</sup> Regelung ist durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz ersatzlos gestrichen worden. 45

**c) In enger Beziehung stehende Personen (§ 15a Abs. 1 Satz 2, Abs. 3)**

Die Ausdehnung der Mitteilungspflicht in § 15a Abs. 1 auf Personen, die in enger Beziehung zu den Personen mit Führungsaufgaben stehen, dient dem Ziel, **Umgehungen zu verhindern**<sup>2</sup>. 46

Mit dem Tatbestandsmerkmal „**Ehepartner**“ knüpft § 15a an den familienrechtlichen Status der Ehe an. Voraussetzung ist das wirksame Bestehen einer Ehe. Diese setzt die Eheschließung nach § 1310 BGB voraus. Eine nicht vor dem Standesbeamten geschlossene Ehe kann unter den engen Voraussetzungen des § 1310 Abs. 3 BGB geheilt werden („hinkende Ehen“). Die Ehe endet mit Rechtskraft eines Aufhebungsurteils (§ 1313 Satz 2 BGB), eines Scheidungsurteils (§ 1564 Satz 2 BGB) oder mit dem Tod eines der Ehegatten. Vor dem Hintergrund des gesetzgeberischen Bestrebens, eine leichte Überprüfbarkeit der Tatbestandsvoraussetzungen sicherzustellen (s. unten Rz. ■49), kann es nicht darauf ankommen, ob die Ehe intakt ist oder die Ehepartner getrennt leben (§ 1567 Abs. 1 BGB). Der Zustand des **Getrenntlebens** – zumal innerhalb derselben Wohnung (vgl. § 1567 Abs. 1 Satz 2 BGB) – kann leicht fingiert werden, indem man vor einer meldepflichtigen Transaktion ein Zerwürfnis vorspiegelt und sich nach Abwicklung der Transaktion versöhnt. Das Getrenntleben ist daher als Anknüpfungspunkt für ein Entfallen der Mitteilungspflicht ungeeignet<sup>3</sup>. Die Mitteilungspflicht besteht auch in dieser Zeit fort. 47

Der Begriff des „**eingetragenen Lebenspartners**“ meint die Verbindung gleichgeschlechtlicher Lebenspartner nach § 1 Abs. 1 Satz 1 des Gesetzes über die eingetragene Lebenspartnerschaft<sup>4</sup>. Diese wird begründet durch Schließung einer Lebenspartnerschaft nach § 1 LPartG. Sie endet mit Rechtskraft eines Aufhebungsurteils (§ 15 Abs. 1 LPartG) oder bei Tod eines der Lebenspartner. Die Mitteilungspflicht des Lebenspartners einer Person mit Führungsaufgaben besteht weiter, selbst wenn die Lebenspartner getrennt leben; es gelten die zur Ehe gemachten Ausführungen (Rz. ■47) entsprechend. 48

■Kann man diesen Absatz aus heutiger Sicht nicht etwas kürzen?■Die eingetragene Lebenspartnerschaft ist von einer **nichtehelichen Lebensgemeinschaft** als bloßem Zusammenleben zweier Personen zu unterscheiden. Die Mitteilungspflicht erstreckt sich nicht auf die nichteheliche Lebensgemeinschaft, weil der Gesetz- 49

1 Kritisch deshalb 3. Aufl., § 15a Rz. 28 m.w.N.

2 So auch *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 42. Verfassungsrechtliche Bedenken gegen diese Ausdehnung des Anwendungsbereichs bei *Schuster*, ZHR 167 (2003), 193 (209 f.).

3 Dies übersieht *Letzel*, BKR 2002, 862 (865). Zutreffend dagegen *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 44; *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 434 f.

4 Das Gesetz über die eingetragene Lebenspartnerschaft ist als Art. 1 des Gesetzes zur Beendigung der Diskriminierung gleichgeschlechtlicher Gemeinschaften – Lebenspartnerschaftsgesetz v. 16.2.2001 (BGBl. I 2001, 266) erlassen worden.



## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

geber das bloße Zusammenleben in häuslicher Gemeinschaft gerade nicht als geeigneten Anknüpfungspunkt der Mitteilungspflicht ansah<sup>1</sup>. Während des Gesetzgebungsverfahrens wurden Forderungen der CDU/CSU zurückgewiesen, wonach nur Personen mitteilungsspflichtig sein sollten, die in häuslicher Gemeinschaft mit dem Organmitglied leben<sup>2</sup>. Eine derartige Eingrenzung des Kreises der Mitteilungspflichtigen war nach Ansicht der Bundesregierung zu unbestimmt und nur schwer zu überprüfen. Daher blieb es 2002 bei der Anknüpfung an den familienrechtlichen Status<sup>3</sup>. Die Ansicht des Gesetzgebers, das Kriterium des Zusammenlebens sei nur schwer nachzuprüfen und daher nicht geeignet, ist inzwischen überholt. Art. 1 Nr. 2 lit. c der Durchführungs-Richtlinie hat den deutschen Gesetzgeber gezwungen, seit einem Jahr vor der Transaktion im Haushalt lebende Verwandte als „in enger Beziehung stehende Personen“ einzuordnen. Das Merkmal „im selben Haushalt leben“ hat damit nun Eingang in das Gesetz gefunden, wird allerdings mit einem präzise definierten Tatbestandsmerkmal „Verwandte“ (§ 1589 BGB) kombiniert. Da der nichteheliche Lebenspartner als solcher kein „Verwandter“ ist, unterfallen die Partner einer nichtehelichen Lebensgemeinschaft nach wie vor nicht § 15a.

- 50 Die Mitteilungspflicht erstreckt sich auf die nach einzelstaatlichem Recht **unterhaltsberechtigten Kinder** der Person mit Führungsaufgaben. Richtet sich die Unterhaltspflicht nach deutschem Recht (vgl. Art. 18 EGBGB), sind folgende Grundsätze maßgebend: Erfasst sind leibliche Kinder und Adoptivkinder (dazu sogleich Rz. ■51) dieser Person, nicht aber Pflegekinder. Denn das Tatbestandsmerkmal „unterhaltsberechtig“ knüpft gerade an die Verwandtschaft an (§ 1601 BGB). Bei minderjährigen Kindern kommt es nur auf die Stellung als unterhaltsberechtigtes Kind an, nicht auch darauf, ob im konkreten Fall ein Unterhaltsbedarf besteht. Denn sonst könnte ein Vorstand sein Kind mit ausreichendem Vermögen versorgen, so dass dieses sich aus den Erträgen ernähren kann und der Unterhaltsbedarf nach § 1602 Abs. 2 BGB entfiel. Der Vorstand könnte nach der Vermögensgewährung über sein dann nicht mitteilungspflichtiges Kind die Aktiengeschäfte abwickeln. Daher sind grundsätzlich alle minderjährigen Kinder erfasst<sup>4</sup>. Volljährige Kinder sind solange erfasst, als sie sich in ihrer ersten Ausbildung befinden und noch nicht in der Lage sind, sich selbst zu unterhalten<sup>5</sup>. Das Gesetz stellt nur auf die Unterhaltsberechtigung ab; ob tatsächlich Unterhalt bezahlt wird, ist nicht ausschlaggebend<sup>6</sup>. Weiterhin kommt es nicht darauf an, ob die unterhaltsberechtigten Kinder im selben Haushalt leben, wie die Person mit Führungsaufgaben. Das entsprechende Tatbestandsmerkmal in § 15a Abs. 3 bezieht sich nur auf die anderen Verwandten, nicht auch auf die Kinder. Gestützt wird dieses Ergebnis durch den insoweit klareren Wortlaut von Art. 1 Nr. 2 lit. b und c der Durchführungs-Richtlinie. Ist die Unterhaltsberechtigung entfallen, sind Kinder wie andere

1 Schuster, ZHR 167 (2002), 193 (209), hält diesen Vorschlag für realisierbar und wünschenswert.

2 Bericht des Finanzausschusses v. 21.3.2002, BT-Drucks. 14/8601, S. 10.

3 Diese Regelung war im Gesetzgebungsverfahren starker Kritik ausgesetzt, weil man hierin eine Benachteiligung der Eheleute im Vergleich zur nichtehelichen Lebensgemeinschaft sah, vgl. die Nachweise bei Weiler/Tollkühn, DB 2002, 1923 (1924 Fn. 13).

4 Hiervon geht auch der ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 70 (www.bafin.de), aus. Ebenso jetzt Osterloh, Directors' Dealings, S. 438.

5 Ebenso der ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 71 (www.bafin.de); Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 44.

6 So auch der ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 70 (www.bafin.de).

Verwandte der Führungsperson nur dann mitteilungspflichtig, wenn sie im selben Haushalt leben (dazu Rz. ■51).

Die Mitteilungspflicht erfasst weiterhin **andere Verwandte** der Person mit Führungsaufgaben, die zum Zeitpunkt des Abschlusses des meldepflichtigen Geschäfts seit mindestens einem Jahr im selben Haushalt leben. Der Grad der Verwandtschaft ist unmaßgeblich (s. oben Rz. ■2). Eine wirtschaftliche Abhängigkeit (z.B. Unterhaltspflicht) von der Person mit Führungsaufgaben wird nicht vorausgesetzt. Das Tatbestandsmerkmal „unterhaltsberechtig“ bezieht sich allein auf das nachfolgende Wort „Kinder“ und nicht auf den restlichen Satz. Die Einfügung des Wortes „andere“ macht dies hinreichend deutlich. Eine Verwandtschaft wird dadurch begründet, dass eine Person von der anderen abstammt (Blutsverwandtschaft, § 1589 Satz 1 und 2 BGB). Über § 1754 Abs. 1 BGB gilt auch ein **adoptiertes minderjähriges Kind** als leibliches Kind der annehmenden Ehegatten. Im Falle einer Adoption nur durch eine Person wird nur zu dieser ein verwandtschaftliches Verhältnis begründet (§ 1754 Abs. 2 BGB). In beiden Fällen erlischt die Verwandtschaft des Adoptierten zu seiner bisherigen Familie (§ 1755 Abs. 1 BGB). Bei der **Adoption eines Volljährigen** wird ein verwandtschaftliches Verhältnis nur zu dem Annehmenden begründet. Die übrigen Verwandtschaftsverhältnisse werden durch die Adoption nicht berührt (§ 1770 Abs. 2 BGB). Ein adoptierter Volljähriger fällt also nur dann unter § 15a, wenn er von der Person mit Führungsaufgaben selbst adoptiert wurde, nicht aber, wenn ihn allein dessen Ehegatte angenommen hat (§ 1770 Abs. 1 Satz 2 BGB)<sup>1</sup>. Von § 15a nicht erfasst sind **Stiefkinder einer Person mit Führungsaufgaben**, denn diese sind mit dem Ehegatten verwandt, nicht aber mit der Führungsperson<sup>2</sup>. Diese Sichtweise hat der Gesetzgeber mit dem durch das FRUG eingeführten § 33b Abs. 2 Nr. 2 bestätigt. Dieser nimmt auf § 15a Abs. 3 Satz 1 Bezug und ergänzt ihn ausdrücklich um minderjährige Stiefkinder. Das Merkmal „**im selben Haushalt**“ ist nur dann erfüllt, wenn die Verwandten sich mit der Führungsperson tatsächlich eine Wohnung oder ein Haus teilen, nicht aber, wenn sie im selben Haus verschiedene Wohnungen bewohnen<sup>3</sup>. Es muss eine Wohn- und Wirtschaftsgemeinschaft bestehen<sup>4</sup>. Ist der Verwandte im Haushalt der Führungsperson mit Erst- oder Zweitwohnsitz gemeldet, reicht dies aus<sup>5</sup>. Wurde die Meldung versäumt, kann dennoch eine Wohn- und Wirtschaftsgemeinschaft bestehen, denn der melderechtliche Wohnsitz ist keine zwingende Voraussetzung für § 15a.

Die Mitteilungspflicht trifft die **Angehörigen selbst**, nicht die Person mit Führungsaufgaben<sup>6</sup>. Dies ergibt sich nicht nur aus dem Wortlaut von § 15a Abs. 1 Satz 2, sondern findet auch in den Gesetzesmaterialien Ausdruck<sup>7</sup>. Die eigenständige Mitteilungspflicht für die Angehörigen ist rechtspolitischer Kritik ausgesetzt<sup>8</sup>. Da die Erfassung der Angehörigen nur dazu diene, Umgehungen durch die Person mit Führungsaufgaben zu verhindern, sollten von Angehörigen getätigte Transaktionen besser der Führungsperson zugerechnet werden, die diese dann

1 Statt vieler *Maurer*, in: MünchKomm. BGB, 4. Aufl. 2002, § 1770 BGB Rz. 3.

2 *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 437 f.

3 *Schwintek*, *Anlegerschutzverbesserungsgesetz*, S. 53; *Erkens*, *Der Konzern* 2005, 29 (33).

4 So auch der ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 71 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)).

5 *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 447.

6 Ebenso *Fleischer*, *ZIP* 2002, 1217 (1226); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 42.

7 Bericht des Finanzausschusses v. 21.3.2002, BT-Drucks. 14/8601, S. 10.

8 *Fleischer*, *ZIP* 2002, 1217 (1226); *Letzel*, *BKR* 2002, 862 (865).

## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

zu melden habe. Für eine solche Lösung, die etwa in s. 328 des britischen Companies Act 1985 gewählt wurde<sup>1</sup>, spricht sicherlich der Umstand, dass die Führungsperson im Vergleich zu den Angehörigen regelmäßig die größere Professionalität und damit Rechtskunde besitzen dürfte. Die Angehörigen, die unabhängig von der Führungsperson Transaktionen tätigen, werden häufig keine Kenntnis von der Tatsache haben, dass sie einer Mitteilungspflicht unterliegen. Aber auch die Alternativlösung, wonach man die Transaktionen der Angehörigen der Führungsperson zurechnet, ist mit praktischen Schwierigkeiten verbunden. Diese muss überhaupt Kenntnis von den Transaktionen der Angehörigen erlangen. Ob die Alternativlösung daher letztlich der Gesetz gewordenen Lösung überlegen ist, erscheint zweifelhaft. Es hat daher Sinn, zunächst einmal Erfahrungen mit dem nun vorgeschriebenen Modell zu sammeln. Außerdem müsste man die im Moment auf nationaler Ebene geführte rechtspolitische Debatte auf die Gemeinschaftsebene verlagern, denn Art. 6 Abs. 4 der Marktmissbrauchs-Richtlinie ordnet ebenfalls eine eigenständige Verpflichtung der Angehörigen zur Mitteilung an. Damit lässt sich die Alternativlösung nur über die Änderung der Marktmissbrauchs-Richtlinie erreichen.

- 53 Um Umgehungen zu verhindern, erfasst der Tatbestand der „in enger Beziehung stehenden Personen“ auch **Gesellschaften, juristische Personen und sonstige Einrichtungen**, die von der Person mit Führungsaufgaben oder deren Angehörigen abhängig im weitesten Sinne sind. Es ist zu begrüßen, dass die Durchführungs-Richtlinie die Umgehungen ausdrücklich anspricht und die nationalen Gesetzgeber damit verpflichtet, diese Frage zu normieren. Gerade § 15a a.F. hatte gezeigt, welche Schwierigkeiten es bereitet, wenn die Umgehungsfrage nicht deutlich geregelt ist<sup>2</sup>. Allerdings ist die gesetzliche Formulierung misslungen. §15a Abs. 3 Satz 2 erfasst juristische Personen, bei denen die Führungspersonen oder die zu ihnen in enger Beziehung stehenden Personen Führungsaufgaben wahrnehmen. Unter §15a Abs. 3 Satz 3 fallen juristische Personen, Gesellschaften und Einrichtungen, die direkt oder indirekt von einer Führungsperson oder zu ihr in enger Beziehung stehenden Person kontrolliert werden, die zugunsten einer solchen Person gegründet wurden oder deren wirtschaftliche Interessen weitgehend denen einer solchen Person entsprechen. Die Formulierung wurde bereits einmal nachgebessert (s. oben Rz. ■4). Diese Nachbesserung war nicht ausreichend. Man hätte die in Satz 2 enthaltene Formulierung durchaus auch noch in Satz 3 unterbringen können. Mit ihrem derzeitigen Wortlaut erweckt die Norm den falschen Eindruck, die Übernahme von Führungsaufgaben sei nur bei juristischen Personen erfasst, nicht aber auch bei Gesellschaften und sonstigen Einrichtungen<sup>3</sup>. Das Gegenteil ist der Fall, wie Art. 1 Nr. 2 lit. d der Durchführungs-Richtlinie zeigt<sup>4</sup>. Bei der Richtlinie ist es gelungen, alle Umgehungsmöglichkeiten in einem einzigen,

1 Dazu etwa Palmer's Company Law, ed. by Morse, loose leaf, para. 8.710.

2 Zu diesen Schäfer, in: Marsch-Barnier/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 8; Sethe, 3. Aufl. § 15a Rz. 42 m.w.N.

3 So jetzt auch Escher-Weingart/Hannich, NZG 2005, 922 (923); Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 46.

4 So im Ergebnis auch Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 46, 48, der allerdings darauf hinweist, dass der anknüpfende Bußgeldtatbestand in diesem Fall wegen Art. 103 Abs. 2 GG nicht eingreifen könne. Osterloh, Directors' Dealings, S. 462 f., 484, lehnt dagegen wegen des Analogieverbots die richtlinienkonforme Auslegung ab und übersieht damit aber die Möglichkeit einer gespaltenen Auslegung (s. oben Rz. ■28).

klaren Satz zusammenzufassen, den der deutsche Gesetzgeber einfach nur hätte abschreiben müssen.

Mitteilungspflichtig sind juristische Personen, Gesellschaften und Einrichtungen, wenn sie 54

- von einer Person mit Führungsaufgaben oder von einer in enger Beziehung zur Führungsperson stehenden (natürlichen) Person geleitet werden (§ 15a Abs. 3 Satz 2),
- wenn sie direkt oder indirekt von einer Person mit Führungsaufgaben oder von einer in enger Beziehung zur Führungsperson stehenden (natürlichen) Person kontrolliert werden (§ 15a Abs. 3 Satz 3 Var. 1),
- wenn sie zugunsten einer solchen Person gegründet wurden (§ 15a Abs. 3 Satz 3 Var. 2) oder
- wenn sich ihre wirtschaftlichen Interessen weitgehend mit denen einer Person mit Führungsaufgaben oder einer in enger Beziehung zur Führungsperson stehenden (natürlichen) Person decken (§ 15a Abs. 3 Satz 3 Var. 3).

Die weite gesetzliche Formulierung, wonach jede juristische Person mitteilungs- 55  
pflichtig ist, bei der die Führungsperson maßgeblichen Einfluss auf die Geschäftsführung ausüben kann, erfasst auch den Emittenten selbst, da die Führungsperson gerade diesen leitet. Der Tatbestand des § 15a enthält damit gleichsam einen „Zirkelschluss“, da nicht nur die Führungspersonen des Emittenten, sondern auch der die Directors'-Dealings-Pflichten auslösende Emittent selbst mitteilungs-  
pflichtig würde. Der Emittent würde als eine zum eigenen Vorstand „in enger Beziehung stehende Person“ eingeordnet und müsste dann Geschäfte in eigenen Aktien, Optionen etc. melden. Dies ist erkennbar nicht der Zweck der Zurechnungsnorm des § 15a Abs. 3 Satz 2. Mit den Tatbestandsmerkmalen „juristische Person“ bzw. „Gesellschaft“ ist also **ein anderes Unternehmen als der Emittent** gemeint<sup>1</sup>. Der Emittent gilt also nie als eine in enger Beziehung stehende Person i.S. des § 15a Abs. 3 Satz 2 und 3. Dies hat auch Konsequenzen für eine weitere Fallgestaltung. Ist die Person mit Führungsaufgaben nicht nur beim Emittenten (z.B. Vorstand), sondern gleichzeitig auch noch bei einem anderen Unternehmen Organmitglied (z.B. Aufsichtsratsmitglied), muss der Emittent die Wertpapiergeschäfte in Aktien des anderen Unternehmens nicht mitteilen<sup>2</sup>.

Nimmt man diese Aufzählung wörtlich, gewinnt § 15a einen ungeheuer weiten 56  
Anwendungsbereich. Ziel der Vorschrift war es, Umgehungen der Mitteilungspflicht zu verhindern. Es ist daher eine **einschränkende Auslegung** geboten, um den Anwendungsbereich auf das notwendige Maß zu begrenzen<sup>3</sup>. Um Kriterien für eine solche Auslegung zu gewinnen, kann man sich an dem Vorschlag von CESR orientieren, auf den die Regelung zurückgeht. Er hat folgenden Wortlaut: „Furthermore, all trusts, companies and other legal persons are subject to the disclosure requirements, if a person discharging managerial responsibilities within an issuer,

1 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 72 (www.bafin.de); *Schwintek*, Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 54.

2 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 73 (www.bafin.de); *Schwintek*, Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 54.

3 Ebenso ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 71 f. (www.bafin.de); *Schwintek*, Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 54.

## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

or a person closely associated with him, has the power to manage its business or to materially influence its management decisions.“<sup>1</sup> Diese Stellungnahme macht deutlich, dass solche Gestaltungen erfasst sein sollten, in denen die Führungsperson oder ihre Angehörigen bei einer Gesellschaft oder einer sonstigen Einrichtung die **Geschäftsführungsbefugnis** zusteht, in denen sie die **Entscheidungen** dieser Gesellschaft oder Einrichtung maßgeblich **beeinflussen** oder sie **wirtschaftliche Vorteile ziehen** können. Es ist daher zu begrüßen, dass die BaFin den Tatbestand des § 15a Abs. 3 Satz 2 und 3 nicht wörtlich versteht, sondern zu seiner Einschränkung eine zweistufige Prüfung vornimmt<sup>2</sup>. Im ersten Schritt wird festgestellt, ob die Führungsperson oder die zu ihr in enger Beziehung stehende Person an der anderen juristischen Person, Gesellschaft oder Einrichtung derart beteiligt ist, dass sie die Möglichkeit hat, deren Entscheidungen zu beeinflussen oder wirtschaftliche Vorteile aus der Beteiligung zu ziehen. Dies bejaht die BaFin, wenn der Führungsperson oder einer ihr nahe stehenden natürlichen Person mindestens 50 % der Gesellschaftsanteile, der Stimmrechte oder der Gewinne zugerechnet werden können. Nur in diesem Fall entfalten nämlich die Geschäfte der anderen juristischen Person, Gesellschaft oder Einrichtung die in § 15a vorausgesetzte Indikatorwirkung. Erst in einem zweiten Schritt wird dann geprüft, ob die Führungsperson oder die zu ihr in enger Beziehung stehende Person die andere juristische Person, Gesellschaft oder Einrichtung leitet, diese direkt oder indirekt kontrolliert, diese zugunsten der Führungsperson oder der zu ihr in enger Beziehung stehenden Person gegründet wurde oder sich die wirtschaftlichen Interessen weitgehend mit denen einer Person mit Führungsaufgaben oder einer zu dieser in enger Beziehung stehenden Person decken. Im Folgenden werden die Einzelheiten zu diesem zweiten Schritt angesprochen:

- 57 Andere, vom Emittenten verschiedene in- oder ausländische juristischen Personen, Gesellschaften (z.B. Personenhandels-gesellschaften oder Gesellschaften bürgerlichen Rechts) oder Einrichtungen (z.B. Stiftungen, Trusts) gelten als in enger Beziehung stehend, wenn sie von einer Person mit Führungsaufgaben oder deren Angehörigen **geleitet** werden (§ 15a Abs. 3 Satz 2), diese also die Stellung eines Organs im formellen oder materiellen Sinne innehat<sup>3</sup>. Der Tatbestand ist damit extrem weit, da Doppelmandate und zahlreiche Konzernstrukturen erfasst werden, bei denen eine Person zwar eine Führungsaufgabe wahrnimmt, aber keinen wirtschaftlichen Vorteil aus den Aktiengeschäften dieser Gesellschaften bzw. Einrichtungen zieht. Daher ist der Tatbestand deutlich zu großzügig formuliert und bedarf der in Rz. ■56 beschriebenen einschränkenden Auslegung<sup>4</sup>.
- 58 Weiterhin erfasst ist die Konstellation, dass die Person mit Führungsaufgaben oder eine zu ihr in enger Beziehung stehende Person die in- oder ausländische juristische Person, Gesellschaft oder Einrichtung **direkt oder indirekt kontrolliert**. Als „in enger Beziehung stehende Personen“ kommen nur natürliche Personen in Be-

1 *The Committee of European Securities Regulators, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) v. August 2003, Rz. 44.*

2 Zum Folgenden ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 72 f. ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)).

3 Die Neufassung des § 15a Abs. 3 Satz 2 durch das Gesetz zur Neuordnung des Pfandbriefrechts (s. oben Rz. ■4) hat den missverständlichen (dazu *Erkens*, *Der Konzern* 2005, 29 [34]) Begriff „Leitungsaufgaben“ durch den Begriff „Führungsaufgaben“ ersetzt und damit klargestellt, dass es sich um Organe im formellen und materiellen Sinne handelt.

4 Ebenso *Erkens*, *Der Konzern* 2005, 29 (34).

tracht, wie die Klarstellung des Wortlauts von § 15a Abs. 3 Satz 3 ergibt. Eine solche Kontrolle wird über das Stimmrecht, über das Recht zur Entsendung/Abberufung von Organmitgliedern oder durch einen Beherrschungsvertrag ermöglicht<sup>1</sup>. Eine Kontrolle ist nur dann gegeben, wenn die Personen mit Führungsaufgaben oder deren Angehörige allein oder zusammen die Mehrheit der Stimmen der Mitgliederversammlung der juristischen Person, Gesellschaft oder Einrichtung kontrollieren. Da eine Vielzahl von Gestaltungen denkbar ist, in denen eine Person mit Führungsaufgaben oder ihre Familie über die Stimmrechte auf indirekte Weise verfügen kann, wird man *mutatis mutandis* auf die Zurechnungstatbestände des § 22 zurückgreifen müssen. Gerade bei einer mehrstufigen Konstruktion ist letztlich entscheidend, ob die natürliche Person/die natürlichen Personen an der Spitze der Konstruktion die Kontrollmehrheit besitzen.

Weiterhin von § 15a Abs. 3 Satz 3 erfasst ist der Fall, dass eine juristischen Person, Gesellschaft oder Einrichtung **zugunsten der Personen mit Führungsaufgaben oder einer ihr nahe stehenden Person gegründet** wurde<sup>2</sup>. Dieser Fall wird häufig einhergehen mit der Innehabung einer Organstellung oder der Kontrolle der Stimmrechte, so dass es sich letztlich bei der Aufnahme dieser Gestaltung um eine Klarstellung handeln dürfte.

Abschließend erwähnt ist schließlich die Konstellation, in der die Personen mit Führungsaufgaben oder deren Angehörige zwar keine irgendwie geartete Kontrolle über die juristische Person, Gesellschaft oder Einrichtung ausüben, ihnen aber die **wirtschaftlichen Vorteile** von Geschäften zugute kommen, die die juristische Person, Gesellschaft oder Einrichtung in Aktien des Emittenten tätigt. Beispiel hierfür sind Trusts, Stiftungen, die einen nennenswerten Teil der Erträge an die Familie der Führungsperson ausschütten, oder Spezial-Sondervermögen nach §§ 2 Abs. 3, 91 ff. InvG. Gemeinnützige Einrichtungen oder Gesellschaften sind dagegen ausgenommen, da die Führungsperson oder ihre Angehörigen keine wirtschaftlichen Vorteile ziehen können<sup>3</sup>.

Die Übertragung der Aktien aus dem Privatvermögen der Führungsperson auf eine ihr nahe stehenden Person oder auf eine Gesellschaft, juristische Person oder Einrichtung i.S. des § 15 Abs. 3 ist nicht meldepflichtig. Nach § 15a sollen nur Geschäfte gemeldet werden, bei denen sich der Meldepflichtige dauerhaft von den Aktien trennt oder diese nicht nur vorübergehend erwirbt (s. unten Rz. ■77). Bei der vorliegenden Konstellation verlassen die Aktien aber die Vermögenssphäre der meldepflichtigen Person nicht (s. ausführlich unten Rz. ■95).

#### d) Dritte

Da der Katalog der mitteilungspflichtigen Personen **abschließend** ist, unterliegen sonstige, in § 15a Abs. 2, 3 nicht genannte Personen **keiner eigenständigen Meldepflicht**, selbst wenn sie wirtschaftlich auf Rechnung der Person mit Führungsauf-

<sup>1</sup> *Schwintek*, Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 55.

<sup>2</sup> Zur Holdinggesellschaft als reziproker Familienpool *Mutter*, DStR 2007, 2013 ff.

<sup>3</sup> ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 72 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 50.



## § 15a Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

gaben oder seiner Angehörigen handeln (z.B. Treuhänder, Vermögensverwalter)<sup>1</sup>. Die Mitteilungspflicht trifft in diesen Fällen immer nur die Person mit Führungsaufgaben selbst oder die mit ihr in enger Beziehung stehenden Personen.

### 3. Mitteilungspflichtige Geschäfte

#### a) Aktien oder sich darauf beziehende Finanzinstrumente

##### aa) Überblick

- 63 Die Mitteilungspflicht wird ausgelöst, wenn eine der erfassten Personen eigene Geschäfte mit Aktien des Emittenten oder sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten (§ 2 Abs. 2b), insbesondere Derivaten (§ 2 Abs. 2), vornimmt. Während der Diskussionsentwurf und der Regierungsentwurf zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz noch den Erwerb oder die Veräußerung sämtlicher Arten von Wertpapieren des Emittenten als mitteilungspflichtig ansahen<sup>2</sup>, beschränkte der Finanzausschuss die Art der meldepflichtigen Transaktionen auf Aktien, Wertpapiere mit Umtauschrecht in Aktien, Erwerbs- und Veräußerungsoptionen auf Aktien sowie Rechte, deren Preis vom Börsenpreis der Aktien des Emittenten abhängt. Der Finanzausschuss wollte mit dieser Einschränkung des Kreises meldepflichtiger Wertpapiergeschäfte eine Konzentration auf solche Wertpapierarten erreichen, die die **Entwicklung des Unternehmens unmittelbar widerspiegeln**<sup>3</sup>. Gewöhnliche Schuldverschreibungen sind hierfür nur höchst selten geeignet<sup>4</sup>. An dieser einschränkenden Linie hält auch Art. 6 Abs. 4 der Marktmissbrauchs-Richtlinie und damit § 15a i.d.F. des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes fest.
- 64 § 15a Abs. 1 bezieht sich ausdrücklich nur auf Transaktionen in Aktien und sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten des Emittenten, **nicht** aber auch auf Transaktionen in derartigen Papieren oder Rechten des **Mutterunternehmens oder eines Schwester-, Tochter- oder Enkelunternehmens** des Emittenten. Dies ist rechtspolitisch sicherlich zu bedauern<sup>5</sup>, doch kann man diese bewusste Entscheidung des Gesetzgebers nicht durch eine Analogie oder den Hinweis auf eine Umgehung des § 15a Abs. 1 überwinden<sup>6</sup>. Denn angesichts der Vielzahl der in einem Konzern denkbaren Sachverhaltskonstellationen wird man schwerlich eine gemeinsame Analogiebasis finden. Eine Erweiterung des Anwendungsbereichs des § 15a Abs. 1 Satz 1 ist und bleibt Aufgabe des Gesetzgebers.

##### bb) Aktien

- 65 Erfasst sind zunächst Aktien des Emittenten. Es kommt nicht darauf an, um welche Aktiengattung es sich handelt. Auch wird nicht verlangt, dass gerade die Ak-

1 Rundschreiben der BaFin v. 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 43.

2 DiskE, ZBB 2001, 398, 425, und RegE des 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87.

3 Beschlussempfehlung des Finanzausschusses v. 20.3.2002, BT-Drucks. 14/8600, S. 67, sowie Bericht des Finanzausschusses v. 21.3.2002, BT-Drucks. 14/8601, S. 18 f.

4 Zu bedenken ist allerdings, dass sich Schuldverschreibungen für den Insiderhandel eignen und daher die Vorbeugefunktion des §15a betroffen sein könnte, so offenbar auch Teilnehmer des ZHR-Symposiums zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, vgl. *Bitter*, Diskussionsbericht, ZHR 167 (2003), 216 (221).

5 Ebenso *Uwe H. Schneider*, AG 2002, 473 (475 f.).

6 *Uwe H. Schneider*, AG 2002, 473 (475 f.).

tiengattung, die die Führungsperson erworben oder veräußert hat, zum Börsenhandel zugelassen ist<sup>1</sup>. Sind beispielsweise nur Stammaktien des Emittenten an der Börse zugelassen, ist eine Person mit Führungsaufgaben, die Vorzugsaktien ohne Stimmrecht veräußert, dennoch mitteilungsspflichtig<sup>2</sup>.

### cc) Sich auf Aktien beziehende Finanzinstrumente

Die Mitteilungspflicht wird weiterhin durch Transaktionen in solchen Finanzinstrumenten ausgelöst, die sich auf Aktien des Emittenten beziehen. Mit dieser Formulierung sind Finanzinstrumente gemeint, deren **Preis unmittelbar oder mittelbar von dem der Aktien abhängt**. Das Gesetz betont, dass insbesondere auch Derivate erfasst sind, also alle als Festgeschäfte oder Optionsgeschäfte ausgestaltete Termingeschäfte, deren Preis unmittelbar oder mittelbar vom Börsen- oder Marktpreis der Aktien des Emittenten abhängt (§ 2 Abs. 2). Es spielt keine Rolle, ob der Emittent die sich auf seine Aktien beziehenden Finanzinstrumente selbst begeben hat oder ob sie von dritter Seite emittiert wurden<sup>3</sup>. 66

Als sich **unmittelbar** auf Aktien beziehende Finanzinstrumente erfasst sind Rechte auf den Bezug von Aktien, also alle Wertpapiere und -rechte, bei denen Gläubigern ein Umtauschrecht auf Aktien des Emittenten eingeräumt wird. Unter den Tatbestand zu subsumieren sind damit **Wandelanleihen** und **Wandelgenussrechte**, gleichgültig, ob sie vom Emittenten oder von einem Dritten ausgegeben werden<sup>4</sup>. Erfasst sind **Optionsscheine**, unabhängig davon, ob sie verbrieft sind, und unabhängig davon, ob der Optionsschein noch mit der Anleihe verbunden ist oder nicht<sup>5</sup>. Der Tatbestand erstreckt sich auf die **Call- und die Put-Option**. Es ist gleichgültig, ob die Option nur zum tatsächlichen Kauf bzw. Verkauf der Aktien (Physical Delivery) oder zum Bezug des Differenzbetrags berechtigt. **Nicht erfasst** werden dagegen reine **Schuldverschreibungen**<sup>6</sup>. Bei **Genussrechten** hängt die Anwendung des Tatbestands von ihrer Ausstattung ab. Aktienähnliche Genussrechte unterfallen der Bestimmung, da ihr Preis auf Grund ihrer aktienähnlichen Ausgestaltung zumindest mittelbar vom Preis der Aktien abhängt, während obligationsähnliche Genussrechte nicht erfasst sind. 67

Unternehmen räumen ihrer Geschäftsleitung immer häufiger anstelle von Aktienoptionsprogrammen schuldrechtliche Ansprüche auf den Gewinn ein, der mit der Ausübung einer Option („**stock appreciation rights**“) oder mit dem Verkauf von Aktien des Emittenten („**phantom stock plans**“) verbunden gewesen wäre<sup>7</sup>. Da es 68

1 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 74 (www.bafin.de). Ebenso schon das Rundschreiben der BaFin v. 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002.

2 So auch ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 74 (www.bafin.de); Süßmann, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, 2. Aufl. 2008, Teil 4 Kap. 3 T1 Rz. 6. Anders offenbar Pluskat, DB 2005, 1097 (1099).

3 Letzel, BKR 2002, 862, 867; Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 4 a.E.

4 Bericht des Finanzausschusses v. 21.3.2002, BT-Drucks. 14/8601, S. 18; Fleischer, ZIP 2002, 1217 (1225); Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 30.

5 So bereits zu § 15a a.F. der Bericht des Finanzausschusses v. 21.3.2002, BT-Drucks. 14/8601, S. 18 f.; Fleischer, ZIP 2002, 1217 (1225).

6 Ebenso Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 31; Osterloh, Directors' Dealings, S. 169.

7 Einzelheiten zu derartigen „phantom stock plans“ und „stock appreciation rights“ bei Baums, Aktienoptionen für Vorstandsmitglieder, in: FS Claussen, 1997, S. 3, 6; Feddersen,

## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

sich lediglich um schuldrechtliche Ansprüche handelt, wird diese Zusage gesellschaftsrechtlich als börsenbezogene Tantieme beurteilt<sup>1</sup>. Kapitalmarktrechtlich handelt es sich um Derivate i.S. des § 2 Abs. 2<sup>2</sup>, d.h. um Kontrakte mit herausgeschobenem Erfüllungszeitpunkt, deren Börsen- und Marktpreis unmittelbar vom Preis der Aktien des Emittenten abhängt. Sie werden in bar ausgeglichen. Für die Bejahung eines Derivats ist eine Verbriefung keine zwingende Voraussetzung. Sie müssen auch nicht selbst börsennotiert sein; ausreichend ist, dass das underlying börsennotiert ist (§ 2 Abs. 2).

- 69 Deshalb fallen auch bloße **schuldrechtliche Vereinbarungen** unter den Derivatebegriff<sup>3</sup>, wie Art. 1 Nr. 3 Spiegelstrich 7 Marktmissbrauchs-Richtlinie zeigt. Dennoch will sie ein Teil des Schrifttums ausnehmen. Die Argumentation ist dabei höchst unterschiedlich. Die BaFin meint, es handele sich nicht um Finanzinstrumente, begründet dies aber nicht weiter<sup>4</sup>. Im selben Atemzug werden aber clickoptions als Derivate eingeordnet, bei denen es sich ebenfalls um außerbörslich vereinbarte Rechte handelt, die sich auf börsennotierte underlyings beziehen. Die Ansicht der BaFin ist daher widersprüchlich. Entscheidend ist, dass dem Inhaber der „stock appreciation rights“ und der „phantom stock plans“ das Recht auf Zahlung einer Geldsumme eingeräumt wird, wenn das underlying eine bestimmte Schwelle erreicht oder überschreitet. Eine andere Ansicht verneint den für Derivate notwendigen hinausgeschobenen Erfüllungszeitpunkt<sup>5</sup>, da lediglich eine Schuldverschreibung zurückgezahlt werde. Zum einen entspricht dies nicht der gängigen Ausgestaltung der „stock appreciation rights“ und „phantom stock plans“. Zum anderen wird übersehen, dass die Vorschrift des § 12 Satz 1 Nr. 3 dazu diene, Art. 9 Abs. 2 der Marktmissbrauchs-Richtlinie umzusetzen, der wiederum Art. 1 Nr. 3 dieser Richtlinie in Bezug nimmt. Dort sind Kauf- und Verkaufsoptionen auf alle unter diese Kategorien fallenden Instrumente *einschließlich gleichwertiger bar abgerechneter Instrumente* erfasst. Dieser Tatbestand ist vorliegend gegeben, denn die Gesellschaft zahlt gerade die Kursdifferenz, die zwischen der Zuteilung der virtuellen Aktien und dem späteren Einlösungsstichtag entsteht (phantom stocks) oder bildet Optionsprogramme nach (stock appreciation rights), bei denen sich der Zahlungsanspruch an der Kursdifferenz zwischen dem fest-

Aktienoptionsprogramme für Führungskräfte aus kapitalmarktrechtlicher und steuerlicher Sicht, ZHR 161 (1997), 269 (285 f.); *Hoffmann-Becking*, Gestaltungsmöglichkeiten bei Anreizsystemen, NZG 1999, 797 (801); *Holzborn*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 51 Rz. 13 ff.; *Weiß*, Aktienoptionspläne für Führungskräfte, 1999, S. 21, 57.

1 *Hoffmann-Becking*, NZG 1999, 797 (801); *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1821).

2 Oben *Assmann*, § 2 Rz. ■, § 12 Rz. 16. So auch noch ausdrücklich der Entwurf des ■Emitentenleitfadens v. 22.12.2004, S. 13, 67, www.bafin.de (■muss man das heute noch dazu schreiben?■abgerufen am 27.6.2005); im Ergebnis auch *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 12 a.E.; *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 169. Die endgültige Fassung des Leitfadens (Stand 15.7.2005), S. 18, nimmt sie ohne Begründung aus dem Kreis der Insiderpapiere aus; es handele sich nicht um Finanzinstrumente.

3 Ausdrücklich *Schäfer*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 14 ■Gesetzesangabe■ Rz. 14.

4 ■Emitentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 18 (www.bafin.de); ebenso *Assmann*, 4. Aufl., § 12 Rz. 16; *Fischer zu Cramburg/Royé*, in: Heidel, § 12 WpHG Rz. 4, § 15a WpHG Rz. 4 Fn. 23.

5 *Klasen*, AG 2006, 24 (28).

gelegten Ausgangskurs und dem späteren tatsächlichen Börsenkurs orientiert<sup>1</sup>. Eine weitere Ansicht stellt darauf ab, dass es sich bei den „stock appreciation rights“ und den „phantom stock plans“ um besondere Ausprägungen einer Tantiemevereinbarung handele<sup>2</sup>. Hiergegen ist einzuwenden, dass auch die „echten“ Optionen Teil der Entlohnung und damit tantiemeähnlich sind. Für die Qualifikation als Finanzinstrument kommt es nicht darauf an, warum ein Recht eingeräumt wird, sondern nur auf dessen inhaltliche Ausgestaltung. Dies zeigt sich gerade auch daran, dass § 15a strikt die Frage des Anwendungsbereichs und der Ausnahme für arbeitsrechtliche Gestaltungen getrennt hatte (s. unten Rz. ■83 f.). Wieder andere meinen, mangels Einwirkungspotential auf die geschützte Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes seien „stock appreciation rights“ und „phantom stock plans“ insiderrechtlich unproblematisch und daher nicht vom Begriff des Insiderpapiers erfasst<sup>3</sup>. Gerade die Einführung von § 12 Satz 1 Nr. 3 diene jedoch dazu, auch solche Gestaltungen zu erfassen, in denen der durch Insiderinformationen erlangte Wissensvorsprung über schuldrechtliche Gestaltungen gewinnbringend genutzt wird<sup>4</sup>. Im Übrigen verkennt diese Ansicht, dass es bei § 15a nicht auf Insiderpapiere ankommt, sondern die Norm an § 2b anknüpft. „Stock appreciation rights“ und „phantom stock plans“ unterfallen daher § 15a Abs. 1<sup>5</sup>.

Bei der Bestimmung des Kreises der sich **mittelbar** auf Aktien beziehenden Finanzinstrumente geht die BaFin zu Recht davon aus, dass nur solche Finanzinstrumente gemeint sein können, deren Preis überwiegend von dem der Aktien des Emittenten abhängt<sup>6</sup>. Aktienanleihen fallen damit unter den Tatbestand<sup>7</sup>, denn deren Kurs hängt von dem der Aktie ab, da der Emittent am Ende der Laufzeit wählen kann, ob er den Nominalbetrag plus Zinsen oder eine zuvor festgelegte Zahl von Aktien plus Zinsen ausbezahlt. Die BaFin will Baskets erfassen, wenn der Anteil der Aktien des Emittenten die Grenze von 50 % überschreitet<sup>8</sup>. Bei Finanzinstrumenten, deren Bezug auf die Aktien des Emittenten variieren kann, kommt es auf den Zeitpunkt der Transaktion an. Nicht erfasst sind dagegen **Investmentanteile**<sup>9</sup>,

1 *Holzborn*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen ■1. Aufl. 2005, § 51 Rz. 13.

2 *Schäfer*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 2 ■ Rz. 18, § 14 ■ Rz. 14, der sich auf den ■Emittentenleitfaden stützt, der seinerseits aber – wie dargelegt – gerade eine andere Begründung liefert.

3 *Hagen-Eck/Wirsch*, DB 2007, 504; *Klasen*, AG 2006, 24 (28); *von Dryander/Schröder*, WM 2007, 534 (535 f.). Ebenso *Merkner/Sustmann*, NZG 2005, 729 (730) (allerdings mit der wichtigen Einschränkung, dass die Zuteilung und Ausübung der Rechte vorab festgelegt sein müssten). Im Ergebnis auch noch *Casper*, WM 1999, 363 (369 f.), unter zutreffendem Hinweis auf die damals andere Rechtslage, wonach das Derivat zum Handel an einem organisierten Markt zugelassen sein musste (§ 12 Abs. 2 Satz 1 a.E.).

4 RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 33; ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 17 f. ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)).

5 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 30; *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 169; auch noch *Fischer zu Cramburg*, in: Heidel, Anwaltkommentar Aktienrecht, 1. Aufl. 2003, § 15a WpHG Rz. 3 ■nicht mehr in 2. Aufl.? ■.

6 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 74 f. ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)).

7 *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 169. Bei § 15a Abs. 1 a.F. verneinte *Zimmer*, in: Schwark, § 15 WpHG Rz. 15, die Anwendbarkeit; a.A. *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1818); *Fischer zu Cramburg/Hannich*, Directors' Dealings, S. 28. Keine Stellungnahme zu Aktienanleihen bei *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 31 und Fn. 61.

8 ■Emittentenleitfaden v. 15.7.2005, S. 74 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)).

9 So bereits zu § 15a a.F. das Rundschreiben der BaFin v. 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002.

## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

selbst wenn die Kapitalanlagegesellschaft in Aktien des Emittenten investiert, da auf Grund der gesetzlich vorgeschriebenen Diversifikation kein Einzelwert im Fonds die 50 % Grenze erreichen wird. Aus den gleichen Überlegungen, die für Investmentanteile gelten, sind auch **Indexprodukte** nicht erfasst<sup>1</sup>.

## b) Begriff des eigenen Geschäfts

## aa) Schuldrechtliches oder dingliches Geschäft

- 71 Die Mitteilungspflicht wird ausgelöst, sobald eine der erfassten Personen eigene Geschäfte mit Aktien des Emittenten oder sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten, insbesondere Derivaten, vornimmt. Der Zweck der Vorschrift spricht dafür, bereits das schuldrechtliche Geschäft<sup>2</sup> und nicht erst die dingliche Erfüllung als maßgeblichen Zeitpunkt anzusehen<sup>3</sup>. Denn ihr Ziel ist die Erhöhung der Markttransparenz. An sich wäre bereits die ernsthafte Absicht einer Veräußerung oder eines Erwerbs von Finanzinstrumenten eine für den Markt wichtige Information. Da gegen eine pre-trading disclosure erhebliche Bedenken bestehen (s. oben Rz. ■17), kommt als nächstmöglicher geeigneter Anknüpfungzeitpunkt nur die **Vornahme des schuldrechtlichen Geschäfts** in Betracht. Ein Abstellen auf die dingliche Erfüllung kommt dagegen zur Erreichung größtmöglicher Markttransparenz zu spät, wenn schuldrechtliches und dingliches Geschäft gestreckt sind. Eine solche Streckung stellt im Bereich des Effektenkommissionsgeschäfts jedoch gerade den Regelfall dar<sup>4</sup>. Außerdem wäre eine Umgehung der Mitteilungspflicht dadurch möglich, dass die Erfüllung des Wertpapiergeschäfts auf den Zeitpunkt des Ausscheidens der Führungsperson aus dem Amt vereinbart wird<sup>5</sup>. Weiteres Ziel der Vorschrift ist die Verhinderung von Insidergeschäften. Die Verwertung dieses Wissens erfolgt jedoch bereits mit dem schuldrechtlichen Geschäft, nicht erst mit dem dinglichen Übertragungsakt<sup>6</sup>. Schließlich ist der Fall zu bedenken, dass die Person mit Führungsaufgaben Transaktionen mit inländischen Wertpapieren des Emittenten im Ausland vornimmt und nicht Eigentümer der Wertpapiere wird, sondern lediglich einen Übereignungsanspruch erwirbt (Nr. 12 Abs. 3 der Sonderbedingungen für Wertpapiergeschäfte). Nur bei Abstellen auf das schuldrechtliche Geschäft wird eine Umgehung der Mitteilungspflicht durch Verlagerung der Directors' Dealings ins Ausland verhindert<sup>7</sup>. Schließlich ist ein Abstellen auf das schuldrechtliche und nicht das dingliche Geschäft auch auf Grund der Marktmissbrauchs-Richtlinie geboten. Da die meisten Mitgliedstaaten kein Abstraktions- und Trennungsprinzip kennen, ergibt die richtlinienkonforme Auslegung des § 15a Abs. 1 Satz 1, dass der Erwerbsvorgang mit dem Abschluss des

1 So jetzt auch *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 170.

2 Rundschreiben der BaFin v. 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002. Ebenso v. *Buttlar*, BB 2003, 2133 (2137); *Erkens*, Der Konzern 2005, 29 (35); *Fischer zu Cramburg/Royé*, in: *Heidel*, § 15a WpHG Rz. 4; *Pluskat*, Finanz-Betrieb 2004, 219 (221); *Pluskat*, DB 2005, 1097 (1099); *Schäfer*, in: *Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen ■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 11; *Uwe H. Schneider*, AG 2002, 473 (474); *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1818 f.); *Zimmer*, in: *Schwark*, § 15 WpHG Rz. 25.

3 So aber wohl *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1226).

4 Zu den Einzelheiten der Erfüllung eines Kommissionsgeschäfts *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rz. 4.44 ff.

5 Hierauf weist *Uwe H. Schneider*, AG 2002, 473 (474), zu Recht hin.

6 *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1819).

7 Ebenso *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1819).



schuldrechtlichen Geschäfts vorliegt. Die gegenteilige Auslegung hätte zur Folge, dass die Mitteilungspflicht innerhalb der Gemeinschaft zu unterschiedlichen Zeitpunkten ausgelöst würde. Damit aber wäre das mit der Marktmissbrauchs-Richtlinie verfolgte Ziel einer Harmonisierung dieses Bereichs gerade verfehlt und eine frühzeitige Information des Marktes verhindert<sup>1</sup>.

#### bb) Verpflichtung zu Doppelmitteilungen?

Da die Mitteilungspflicht das schuldrechtliche Geschäft betrifft, muss das nachfolgende dingliche Geschäft **nicht nochmals** gemeldet werden, selbst wenn es dem schuldrechtlichen Geschäft zeitlich nicht unmittelbar nachfolgt<sup>2</sup>. 72

Für den Fall, dass der schuldrechtliche Anspruch **aufschiebend bedingt** ist, wird die Ansicht vertreten, dass die Mitteilungspflicht erst zu dem Zeitpunkt ausgelöst werde, zu dem die Bedingung eintritt<sup>3</sup>. Diese Ansicht würde dazu führen, dass es für die Mitteilung nicht mehr auf den Zeitpunkt des Kauf- oder Verkaufsabschlusses der Person mit Führungsaufgaben ankommt, sondern auf den zufälligen Eintritt der Bedingung. Der Informationswert für den Markt wäre deutlich geringer als bei der Mitteilung des vorangegangenen Geschäftsabschlusses, von dem die eigentliche Indikatorwirkung ausgeht. Zudem hätte es die Führungsperson bei der Vereinbarung von Potestativbedingungen in der Hand, die Mitteilungspflicht nach seinem Belieben hinauszuschieben. Daher ist bereits der unter einer aufschiebenden Bedingung stehende Geschäftsabschluss stets mitzuteilen<sup>4</sup>. Der Eintritt der aufschiebenden Bedingung ist nicht mehr mitteilungsspflichtig. 73

Ist ein Wertpapierkauf **auflösend bedingt**, kommt der spätere Eintritt der Bedingung einem Wiederverkauf gleich. Handelt es sich um einen Wertpapierverkauf, wirkt die Bedingung wie ein erneuter Kauf. Für den Fall, dass es sich um eine Potestativbedingung handelt, wird man eine Mitteilungspflicht annehmen müssen. Denn das Auslösen der Bedingung durch die Person mit Führungsaufgaben entfaltet die gleiche Indikatorwirkung wie ein Geschäftsabschluss. Daher ist sowohl der Geschäftsabschluss als auch der spätere Eintritt der Potestativbedingung mitteilungsspflichtig. Bei anderen als Potestativbedingungen ist dagegen nur der Geschäftsabschluss selbst mitteilungsspflichtig<sup>5</sup>. 74

Die für bedingte Rechtsgeschäfte geltenden Erwägungen lassen sich auch bei der Beantwortung der Frage heranziehen, ob die Rückabwicklung einer Transaktion auf Grund von **Leistungsstörungen** mitteilungsspflichtig ist. Hat die Führungsperson die Leistungsstörung vorsätzlich zu vertreten, hängt die Rückabwicklung des Geschäfts faktisch von ihrem Willen ab. Zwar wird bei Transaktionen einer Führungsperson von Leistungsstörungen keinerlei Indikatorwirkung in Bezug auf den Emittenten ausgehen. Jedoch lässt sich durch eine *vorsätzlich* herbeigeführte Leis- 75

1 Es ist daher unglücklich, wenn der ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 75 (www.bafin.de), von „rechtsgeschäftlichen Verfügungen“ spricht.

2 Ebenso *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 52; *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 171; differenzierend *Erkens*, Der Konzern 2005, 29 (35).

3 *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1819).

4 Teilweise a.A. ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 84 (www.bafin.de); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 54, die nur bei Potestativbedingungen eine sofortige Meldepflicht bejahen und sonst auf den Bedingungseintritt abstellen.

5 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 84 (www.bafin.de); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 54.



§ 15a Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

tungsstörung eine der auflösenden Potestativbedingung vergleichbare Situation herbeiführen. Man wird also in dieser zugegebenermaßen recht konstruiert wirkenden Fallgestaltung verlangen müssen, dass die Rückabwicklung mitgeteilt wird, um Umgehungen des § 15a Abs. 1 Satz 1 zu verhindern. In der Praxis dürfte es allerdings sehr schwierig sein, eine derartige Situation zu beweisen. In allen anderen Fällen der Leistungsstörung ist die Rückabwicklung dagegen nicht mitteilungspflichtig, da von ihr keine Indikatorwirkung in Bezug auf den Emittenten ausgeht.

- 76 Erwirbt eine Person mit Führungsaufgaben (ohne dass es sich um Vergütungsbestandteile handelt, dazu unten Rz. ■83 f.) Wandelanleihen oder Optionsscheine, ist sowohl der Erwerb dieser Finanzinstrumente als auch die spätere Ausübung des Umtausch- bzw. Bezugsrechts mitteilungspflichtig<sup>1</sup>.

cc) Art der schuldrechtlichen Geschäfte

- 77 Während die frühere Fassung des § 15a die Tatbestandsmerkmale „erwerben oder veräußern“ enthielt, spricht die ■ist jetzt keine Neufassung mehr; Anfang des Absatzes umformulieren?■Neufassung allgemein von „eigenen Geschäften“ in Aktien und sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten. Art. 6 Abs. 4 der Marktmissbrauchs-Richtlinie will mit der Formulierung „Eigengeschäfte“ sämtliche auf eigener Initiative beruhende Geschäfte der Personen mit Führungsaufgaben erfassen, um die notwendige Markttransparenz zu erreichen und um Umgehungen zu verhindern. Sie erfassen jeden **schuldrechtlichen Vertrag**, der darauf abzielt, die Finanzinstrumente **nicht nur vorübergehend** an einen anderen Inhaber zu übertragen. Weiterhin verlangt Art. 6 Abs. 1 der Durchführungs-Richtlinie, dass es sich um Geschäfte **auf eigene Rechnung** der erfassten Personen handelt. Damit wird klargestellt, dass es nicht darauf ankommen kann, wer handelt, sondern für wen gehandelt wird.
- 78 Erfasst ist daher zunächst der **Kauf** und **Verkauf** von Finanzinstrumenten. Dabei ist unerheblich, ob das Geschäft börslich oder außerbörslich, im In- oder Ausland erfolgt<sup>2</sup>. Umstritten ist, ob der Tatbestand auch **Schenkungen** einbezieht. Ein Teil des Schrifttums will Schenkungen generell aus dem Anwendungsbereich der Norm ausnehmen, da von ihnen keine Indikatorfunktion ausgehe und sie nicht auf einem aktiven Verhalten der Führungsperson beruhen<sup>3</sup>. Ihren Standpunkt untermauert diese Ansicht mit einem Hinweis darauf, dass auch die EU-Kommission Zweifel gehabt habe, ob Schenkungen von der Marktmissbrauchs-Richtlinie

1 *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 172. Ebenso in Bezug auf die Wandelanleihe *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1819).

2 Art. 9 Abs. 1 Marktmissbrauchs-Richtlinie; Rundschreiben der BaFin v. 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002; v. *Buttlar*, BB 2003, 2133 (2136); *Fischer* zu *Cramburg/Hannich*, *Directors' Dealings*, S. 29; *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 177 f.; *Zimmer*, in: Schwark, § 15a WpHG Rz. 24.

3 v. *Buttlar*, BB 2003, 2133 (2137); *Fischer* zu *Cramburg/Royé*, in: *Heidel*, § 15a WpHG Rz. 4; *Erkens*, *Der Konzern* 2005, 29 (35); *Pluskat*, *Finanz-Betrieb* 2004, 219 (221); *Pluskat*, BKR 2004, 467 (471); *Pluskat*, DB 2005, 1097 (1099 f.); *Schäfer*, in: *Marsch-Barner/Schäfer*, *Handbuch börsennotierte AG*, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 11; *Schwintek*, *Anlegerschutzverbesserungsgesetz*, S. 55 f.

erfasst seien<sup>1</sup>. Der Standpunkt, Schenkungen unterfielen nicht § 15a, erweist sich als nicht überzeugend. Im Gegensatz zu § 15a a.F.<sup>2</sup> ist der Wortlaut auf sämtliche „eigenen Geschäfte“ erweitert worden. Auch Art. 6 Abs. 1 Satz 1 der Durchführungs-Richtlinie erfasst „sämtliche von ihnen getätigte Geschäfte auf eigene Rechnung“. Schon der Wortlaut ist also ein starkes Indiz für eine weite Auslegung. Zwar wird man argumentieren können, dass kaum eine Führungsperson wertvolle Aktien verschenken werde. Wenn überhaupt dürfte eine Schenkung innerhalb der Familie erfolgen, etwa bei einer vorweggenommenen Erbfolge. Sicherlich kann auch eine vorweggenommene Erbfolge für den Markt eine wichtige Information darstellen. Wenn beispielsweise eine Führungsperson seinen Nachlass dergestalt regelt, dass sie ein wesentliches Aktienpaket in eine Stiftung einbringt, gibt sie damit gerade ihr Vertrauen in die Zukunft des Unternehmens zum Ausdruck. Zudem erfährt der Markt, dass dieses Paket aller Voraussicht nach künftig nicht mehr gehandelt werden wird. Die Einbringung in eine Stiftung kann ein stabilisierendes Element für die Zukunft eines Unternehmens sein. Diese Argumente betreffen jedoch nur Aktienpakete von gewisser Größe. In diesem Bereich gewährleisten bereits die §§ 21 ff. eine ausreichende Information des Marktes. Kleinere Schenkungen entfalten im Hinblick auf die Situation des Emittenten keine Indikatorfunktion. Der Umstand, dass eine Person mit Führungsaufgaben Finanzinstrumente (im Umfang unterhalb der Schwelle des § 21 Abs. 1 Satz 1) verschenkt, stellt daher keine für die Markttransparenz wichtige Information dar<sup>3</sup>. Würde man allein diese Argumente berücksichtigen, wäre der Standpunkt der Gegenansicht überzeugend.

Entscheidend ist jedoch der Aspekt der Effektivität der Vorschrift in ihrer **Vorbeugfunktion gegen Insiderhandel** (s. oben Rz. ■14). Nur wenn jede Form der Weggabe unter den Tatbestand fällt, werden Umgehungen des § 15a erschwert. Andernfalls könnten eine Führungsperson oder deren Angehörige einen Verkauf dadurch tarnen, dass sie ein Aktienpaket einer eng befreundeten Person zukommen lassen und diese es unmittelbar darauf veräußert. Da der Beweis einer subjektiven Umgehungsabsicht bei Schenkungen nur äußerst schwer zu führen sein wird, muss daher auch die Schenkung selbst mitteilungs-pflichtig sein, da der Wechsel der Wertpapiere aus dem Depot der Führungsperson in ein anderes Depot ohne weiteres beweisbar ist. Auch der Erwerb von Aktien des Emittenten ließe sich über eine

1 Vgl. die Wiedergabe des Standpunkts der Kommission bei *The Committee of European Securities Regulators, Results of CESR's Public Consultation on the Level 2 Consultation Paper on Possible Implementing Measures of the future Market Abuse Directive* (CESR/03-232) v. 18.7.2003 sowie *Implementing Measures for Market Abuse Directive – Feedback Statement* (CESR/03-213b) v. August 2003, Rz. 80; *The Committee of European Securities Regulators, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive* (CESR/03-212c) v. August 2003, Rz. 38.

2 Für die Einbeziehung von Schenkungen in den Tatbestand von § 15a a.F. *Posegga*, BKR 2002, 697 (698); *Süßmann*, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, 1. Aufl. 2004 ■nicht mehr in 2. Aufl.?, S. 667 f. Rz. 29; *Sethe*, 3. Aufl., § 15a Rz. 51; wohl auch *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1226); a.A. Rundschreiben der BaFin v. 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002; *Fischer zu Cramburg/Hannich*, *Directors' Dealings*, S. 29 f.; *Fischer zu Cramburg*, in: Heidel (Hrsg.), *Anwaltkommentar Aktienrecht*, 1. Aufl. 2003 ■nicht mehr in 2. Aufl.?, § 15a WpHG Rz. 4; *Uwe H. Schneider*, AG 2002, 473 (474); *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1819); *Ringleb*, in: *Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder*, *Deutscher Corporate Governance Kodex*, 2. Aufl. 2005 ■nicht mehr in 3. Aufl.?, Rz. 1247; *Zimmer*, in: *Schwark*, § 15a WpHG Rz. 32.

3 *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1819).

## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

Schenkung „tarnen“<sup>1</sup>. Die Gegenansicht beruft sich zu Unrecht auf die Entstehungsgeschichte, die im Gegenteil den hier vertretenen Standpunkt stützt. Die EU-Kommission hatte gerade nur im Hinblick auf die Annahme von Schenkungen Bedenken, nicht aber auch in Bezug auf die Weggabe von Finanzinstrumenten im Wege der Schenkung<sup>2</sup>. Diese sollte gerade erfasst sein. Die Mehrheit der Mitglieder von CESR teilte die Bedenken der Kommission nicht und wollte Schenkungen generell erfassen<sup>3</sup>. In den nachfolgenden Beratungen tauchte dieser Meinungsunterschied – soweit ersichtlich – nicht mehr auf. Vielmehr blieb es bei dem weiten Wortlaut. Maßgebend für die Auslegung ist daher zum einen der Zweck einer Vorbeugung des Insiderhandels, und zum anderen der Umstand, dass Angehörige als Mitteilungspflichtige erfasst werden. Dies belegt, dass die EU-Kommission und der deutsche Gesetzgeber Umgehungen möglichst weitgehend verhindern wollen. Daher ist eine weite Auslegung des Tatbestandsmerkmals „Geschäfte“ geboten. Es zielt auf **jedes gewillkürte Geschäft, das auf eine nicht lediglich vorübergehende Übertragung der Wertpapiere zielt**, mithin also auch auf die Annahme oder Weggabe der Finanzinstrumente im Wege der Schenkung<sup>4</sup>. Während der Entwurf des Emittentenleitfadens Schenkungen noch als „eigenes Geschäft“ erfasste<sup>5</sup>, sieht seine endgültige Fassung die Schenkung nicht mehr als von § 15a Abs. 1 erfasst an<sup>6</sup> (zur Kritik an diesem Vorgehen unten Rz. ■95).

- 80 § 15a erfasst **nur gewillkürte Vorgänge**, nicht aber auch einen Erwerb von Gesetzen wegen oder **durch Hoheitsakt**. Geht also beispielsweise ein Aktienpaket im Wege der Universalsukzession nach §§ 1922 Abs. 1, 1942 Abs. 1 BGB über, ist dies nicht mitteilungspflichtig<sup>7</sup>.

1 Wenn v. *Buttlar*, BB 2003, 2133 (2137), darauf hinweist, dass das Insiderhandelsverbot Schenkungen nicht erfasse und daher auch die Vorbeugefunktion des § 15a nicht benötigt werde, überzeugt dies nicht, denn der geschilderte Umgehungs Sachverhalt ist ein Erwerb.

2 Vgl. die Wiedergabe des Standpunkts der Kommission bei *The Committee of European Securities Regulators*, Results of CESR's Public Consultation on the Level 2 Consultation Paper on Possible Implementing Measures of the future Market Abuse Directive (CESR/03-232) v. 18.7.2003 sowie Implementing Measures for Market Abuse Directive – Feedback Statement (CESR/03-213b) v. August 2003, Rz. 80; *The Committee of European Securities Regulators*, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) v. August 2003, Rz. 38. *Pluskat*, DB 2005, 1097 (1099 f.) übersieht, dass die Führungsperson auch selbst Schenker sein kann.

3 *The Committee of European Securities Regulators*, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) v. August 2003, Rz. 39.

4 So jetzt auch *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 55; *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 175 ff.; *Süßmann*, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, Teil 4 Kap. 3 T1 Rz. 7 (= S. 781). Dabei spielt die Größe des Geschäfts keine Rolle; insoweit missversteht *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 55 Fn. 109, den hier vertretenen Standpunkt.

5 Entwurf des ■Emittentenleitfadens v. 22.12.2004, S. 67, www.bafin.de (■Hinweis heute noch erforderlich; Entwurf noch abrufbar?■abgerufen am 27.6.2005).

6 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 75 (www.bafin.de).

7 Wiedergabe des Standpunkts der Kommission bei *The Committee of European Securities Regulators*, Results of CESR's Public Consultation on the Level 2 Consultation Paper on Possible Implementing Measures of the future Market Abuse Directive (CESR/03-232) v. 18.7.2003 sowie Implementing Measures for Market Abuse Directive – Feedback Statement (CESR/03-213b) v. August 2003, Rz. 80; *The Committee of European Securities Regulators*, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) v. August 2003, Rz. 38; Rundschreiben der BaFin v. 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002; ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 75 (www.bafin.de); *Schäfer*, in: Marsch-

Nicht erfasst werden auch bloß vorübergehende Überlassungen ohne eine Möglichkeit der Gewinnrealisierung. **Verpfändet oder sicherungsübereignet** ein Dritter Wertpapiere des Emittenten an eine Führungsperson, ist dieser Vorgang nicht mitteilungspflichtig, da eine Verwertung des Pfandes erst nach Eintritt des Sicherungsfalles erfolgen kann und damit keinerlei Indikatorwirkung im Hinblick auf den Emittenten entfaltet. Die Verwertung der Sicherheit muss daher ebenfalls nicht gemeldet werden<sup>1</sup>. Auch der umgekehrte Fall einer **Verpfändung oder Sicherungsübereignung** von Wertpapieren durch die Führungsperson an einen Dritten wird von § 15a Abs. 1 Satz 1 nicht erfasst, da die Verpfändung keinerlei Gewinnrealisierung ermöglicht<sup>2</sup>. Die Verwertung der Sicherheit durch den Dritten muss daher ebenfalls nicht gemeldet werden<sup>3</sup>. Um Umgehungen auszuschließen, muss auch hier verlangt werden, dass die vorübergehende Natur der Überlassung nicht lediglich fingiert ist. Nimmt beispielsweise eine Führungsperson einen Kredit auf und verpfändet Finanzinstrumente in der dem anderen bekannten Absicht, die gesicherte Forderung von vornherein nicht zu erfüllen, um den Sicherungsfall auszulösen, handelt es sich wirtschaftlich betrachtet um die Veräußerung der Finanzinstrumente an den Vertragspartner<sup>4</sup>. Denn diesem wird durch das absichtliche Herbeiführen des Sicherungsfalles die Verwertung der Finanzinstrumente ermöglicht. Die Führungsperson behält als Gegenleistung für diese Finanzinstrumente die Kreditsumme. In der Praxis wird die Schwierigkeit in der Beweisbarkeit der Vorgänge bestehen.

**Pensionsgeschäfte** oder **Wertpapierleihen** stellen keine lediglich vorübergehenden Überlassungen dar, denn der Pensionsnehmer bzw. der Entleiher erwirbt die Wertpapiere und gewährt später andere Wertpapiere gleicher Art und Menge zurück<sup>5</sup>. Daher ordnet die Bundesanstalt Pensionsgeschäfte und Wertpapierleihen zu Recht als „eigene Geschäfte“ i.S. des § 15a Abs. 1 Satz 1 ein<sup>6</sup>.

■Einstieg anders formulieren? ■Das frühere Recht nahm den Erwerb von Aktien und Finanzinstrumenten auf **arbeitsvertraglicher Grundlage** oder als **Vergütungsbestandteil** vom Tatbestand aus (§ 15a Abs. 1 Satz 3 a.F.). Diese ausdrückliche Ausnahme ist entfallen und damit stellt sich die Frage, ob § 15a ■jetzt nicht mehr

Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 11; Uwe H. Schneider, AG 2002, 473 (474); Schwintek, Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 55; anders offenbar Fleischer, ZIP 2002, 1217 (1227), der eine Überprüfung darauf anregt, ob de lege ferenda Erbschaften nicht künftig ausgenommen sein sollten.

1 A.A. Fischer zu Cramburg/Hannich, Directors' Dealings, S. 30 f.; Zimmer, in: Schwark, § 15a WpHG Rz. 33.

2 Rundschreiben der BaFin v. 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002. Ebenso Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 11; Uwe H. Schneider, AG 2002, 473 (474); Süßmann, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, Teil 4 Kap. 3 T1 Rz. 7 (= S. ■S. ist tatsächlich in 2. Aufl. gleich geblieben?■781 f.); oben Assmann, § 14 Rz. 15 (zum Insiderhandelsverbot); a.A. Osterloh, Directors' Dealings, S. 177.

3 A.A. Fischer zu Cramburg/Hannich, Directors' Dealings, S. 30 f.; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 57; Zimmer, in: Schwark, § 15a WpHG Rz. 33.

4 Insoweit übereinstimmend Osterloh, Directors' Dealings, S. 177.

5 Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, Rz. 8.126, 13.2 ff.

6 Rundschreiben der BaFin v. 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002; ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 75 (www.bafin.de); Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 56; a.A. Süßmann, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, Teil 4 Kap. 3 T1 Rz. 7 (= S. 781).

## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

n.F.■n.F. auf derartige Vorgänge anzuwenden ist. Teile des Schrifttums<sup>1</sup> schließen aus dem Wegfall der Ausnahme, derartige Vorgänge seien nun erfasst. Dies setzt aber gedanklich voraus, dass die frühere Ausnahmebestimmung konstitutiven Charakter hatte und nicht nur der Klarstellung diene. Der unmittelbare Erwerb von Finanzinstrumenten auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil beruht jedoch nicht auf einem Entschluss der Führungsperson, sondern folgt einem im Anstellungsvertrag bzw. von der Hauptversammlung festgelegten „Fahrplan“. Der Zeitpunkt der Zuteilung der Aktien oder Optionen hängt nicht von einer eigenen Entscheidung des Vorstands ab. Daher stellt der Erwerb kein „eigenes Geschäft“ der Personen mit Führungsaufgaben dar<sup>2</sup>. Dies ist konsequent, denn die reine Zuteilung von Aktien oder Optionen entfaltet weder eine Indikatorwirkung, noch erfordert sie eine Vorbeugung gegen Insiderhandel. Entgegen der Ansicht der BaFin sind allein der spätere Verkauf der Option<sup>3</sup> oder die spätere Ausübung der Option bzw. der spätere Verkauf der Aktien als „eigene Geschäfte“ erfasst<sup>4</sup>.

- 84 ■Wdh.? Siehe schon oben■Dieselben Erwägungen gelten für **virtuelle Optionen** und **virtuelle Aktien**. Der Erwerb der virtuellen Rechte, die Derivate darstellen (s. oben Rz. ■68), auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil ist nicht mitteilungspflichtig. Eine später erfolgte Erklärung gegenüber dem Emittenten, den Barausgleich zu verlangen, d.h. die virtuellen Optionen „auszuüben“ oder die virtuellen Aktien zu „verkaufen“, ist mitteilungspflichtig. Gegen die Anwendung des § 15a auf „phantom stock plans“ und „stock appreciation rights“ wird eingewandt, dass die Veröffentlichung keinerlei Informationswert für den Markt habe<sup>5</sup>. Das dem Vorstand eingeräumte Gestaltungsrecht, die virtuellen Optionen auszuüben oder die virtuellen Aktien zu verkaufen, dürfte jedoch an den Wertpapiermärkten dieselben Reaktionen auslösen, die eine tatsächlich ausgeführte Transaktion ausgelöst hätte. Eine Indikatorwirkung ist daher mit der Ausübung dieser Rechte verbunden. Gegen die hier befürwortete Lösung wird wei-

1 *Erkens*, Der Konzern 2005, 29 (35); *Bürgers*, BKR 2004, 424 (428) („ersatzlos gestrichen“); *Kuthe*, ZIP 2004, 883 (887) („ersatzlos gestrichen“); *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 173 ff., 180; *Pluskat*, BKR 2004, 467 (472); *Pluskat*, DB 2005, 1097 (1100); *Spindler*, NJW 2004, 3449 (3452); *Ziemons*, NZG 2004, 537 (541) („entfallen vollständig“); wohl auch *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948 (1953); *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929 (936).

2 Ebenso ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 75 (www.bafin.de); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 62; *Koch*, DB 2005, 267 (273); *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 12; *Schwintek*, Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 56; v. *Buttlar*, BB 2003, 2133 (2137).

3 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 62; *Merkner*, BKR 2003, 733 (734). Der ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 75, nimmt dagegen auch die Ausübung solcher Finanzinstrumente aus.

4 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 62; *Merkner*, BKR 2003, 733 (734); *Posegga*, BKR 2002, 697 (698) (zu § 15a a.F.); *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 12; *Zimmer*, in: Schwark, § 15a WpHG Rz. 29 (zu § 15 Abs. 1 a.F.); a.A. ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 75. In der 3. Aufl., Rz. 71, habe ich die Auffassung vertreten, dass die Ausübung der Option immer dann meldepflichtig ist, wenn die Führungsperson über sie aus freien Stücken entscheiden könne, während bei strikten Zeitfenstern, die der Führungsperson keine Wahl über den Ausübungszeitpunkt lassen, eine Mitteilungspflicht entfällt. Diese Auffassung habe ich aufgegeben, da sie zur Rechtsunsicherheit für die Betroffenen führt, die jeweils feststellen müssen, wie eng das Zeitfenster in den Optionsbedingungen ist.

5 *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1821); a.A. *Merkner*, BKR 2003, 733 (734 f.).



terhin der Einwand erhoben, es seien keine Insiderpapiere betroffen<sup>1</sup>. Dies trifft nicht zu, da es sich bei „phantom stock plans“ und „stock appreciation rights“ um Derivate handelt, die zumindest in § 12 Satz 1 Nr. 3 erfasst sind. Zudem knüpft § 15a nicht an § 12, sondern an § 2 Abs. 2b an. Der Einwand, eine solche Mitteilung würde den Kapitalmarkt verwirren, überzeugt ebenfalls nicht, denn die Mitteilung muss natürlich ein zutreffendes Bild des Geschäftsvorfalles geben und deshalb auch erwähnen, dass es sich um „phantom stock plans“ und „stock appreciation rights“ handelt.

Auch die Entgegennahme von Gratisaktien stellt kein „eigenes Geschäft“ dar. 85  
Zwar handelt es sich formal um einen Erwerbsvorgang. Da jedoch mit diesem Vorgang keinerlei Indikatorwirkung verbunden ist und auch ein Insiderhandel nicht befürchtet werden muss, ist der Tatbestand entsprechend eng auszulegen<sup>2</sup>.

#### dd) Maßgeblichkeit der eine Transaktion ausführenden Person?

Die Führungsperson oder die zu ihr in enger Beziehung stehenden Personen sind 86  
auch dann mitteilungspflichtig, wenn sie die Transaktion nicht höchstpersönlich vornehmen, sondern sich dazu eines **Stellvertreters** bedienen<sup>3</sup>. Daher sind auch die Transaktionen mitteilungspflichtig, die ein im Namen der Führungsperson oder deren Angehörigen handelnder Finanzintermediär vorgenommen hat. Die Mitteilungspflicht verbleibt auch bei Zwischenschaltung eines Stellvertreters bei der Führungsperson oder den zu ihr in enger Beziehung stehenden Personen und trifft nicht etwa den Finanzintermediär (s. oben Rz. ■62).

Fraglich ist, ob § 15a Abs. 1 auch dann anzuwenden ist, wenn die Führungsperson 87  
ihre Wertpapiere von einem **Vermögensverwalter** verwalten lässt. Die Bundesanstalt ging in ihrem inzwischen aufgehobenen Rundschreiben zu Directors' Dealings<sup>4</sup> davon aus, dass die Mitteilungspflicht auch dann besteht, wenn der Mitteilungspflichtige seine Wertpapiere von einem Vermögensverwalter verwalten lässt, der als Stellvertreter des Vermögensinhabers auftritt (sog. Vermögensverwaltung in Form des Vertretermodells). Nicht erfasst sein sollte nach Ansicht der Bundesanstalt aber die Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells, da hier der Vermögensverwalter Vollrechtsinhaber des verwalteten Vermögens wird und dieses lediglich auf Rechnung des Treugebers verwaltet. Die Bundesanstalt nahm damit eine sehr formale Sichtweise ein. Im Vertretermodell ist der Vermögensverwalter als Stellvertreter einzuordnen, weshalb der Vermögensinhaber aus den in Rz. ■86 genannten Gründen mitteilungspflichtig bleibt. Beim Treuhandmodell wird formal der Vermögensverwalter Eigentümer der Wertpapiere, der diese auf Rechnung der Führungsperson verwaltet. Der Wechsel der Eigentümerposition ließ nach Ansicht der Bundesanstalt die Mitteilungspflicht entfallen.

Entscheidend kann jedoch nicht eine rein formale Sichtweise sein. Bei der Beant- 88  
wortung der Frage, welche Auswirkung die Einschaltung eines Vermögensverwalters auf die Mitteilungspflicht hat, muss der von § 15a verfolgte Zweck im Vordergrund stehen. Dazu bedarf es einer näheren Betrachtung des Ablaufs einer auf

1 Vgl. *Uwe H. Schneider*, BB 2002, 1817 (1821).

2 Ebenso *Zimmer*, in: *Schwark*, § 15a WpHG Rz. 32 (zu § 15 Abs. 1 a.F.).

3 *Süßmann*, in: *Park*, Kapitalmarktstrafrecht, Teil 4 Kap. 3 T1 Rz. 4 (= S. 780).

4 Rundschreiben der BaFin v. 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002.



## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

professioneller Basis angebotenen Vermögensverwaltung. Diese ist dadurch gekennzeichnet, dass der Vermögensverwalter vom Kunden auf Dauer beauftragt wird, die Anlageentscheidungen nach freiem Ermessen oder nach vorher vereinbarten Anlagezielen und ohne vorherige Rückfrage im Einzelfall selbstständig zu treffen<sup>1</sup>. Der Vermögensverwalter erwirbt damit regelmäßig ohne Wissen der Führungsperson Wertpapiere. Sollten zufällig auch solche des Emittenten darunter sein, kommt dieser Entscheidung des Vermögensverwalters keinerlei Indikatorwirkung zu, denn der Erwerb erfolgte auf Grund seiner eigenständigen Entscheidung ohne unmittelbare Einschaltung der Führungsperson. In dieser Konstellation wurde auch kein Insiderwissen genutzt. Aus diesen Gründen könnte man sich auf den Standpunkt zurückziehen, dass die Zwischenschaltung eines Vermögensverwalters das Bedürfnis für eine Mitteilungspflicht der Führungsperson gänzlich entfallen lasse. Damit würde man aber übersehen, dass der Vermögensinhaber die Verwaltung seines Vermögens gerade nicht völlig aus der Hand gibt, sondern zahlreiche Möglichkeiten der Einflussnahme behält.

- 89 So kann die Führungsperson auch bei einer Vermögensverwaltung ihren Wissensvorsprung dadurch ausnutzen, dass sie dem Vermögensverwalter gezielte Informationen zukommen lässt. Nach außen erwecken die Vorgänge den Eindruck, als habe der Vermögensverwalter eigenständig entschieden; in der Sache jedoch wurde die Transaktion durch die Führungsperson gesteuert. Der Beweis derartiger Vorgänge ist nur schwer möglich, weshalb einer Umgehung des § 15a Tür und Tor geöffnet wäre. In § 15a Abs. 3 sind in enger Beziehung stehende Personen der Führungspersonen erfasst, um alle leicht zu bewerkstellenden Umgehungen zu vermeiden, bei denen die wirtschaftlichen Vorteile der Geschäfte der Führungsperson – zumindest mittelbar über die Familienkasse – zugute kommen. Diese Erwägung gilt erst recht für Transaktionen, die der Vermögensverwalter einer Führungsperson vornimmt, denn die Vorteile dieser Geschäfte fließen hier der Führungsperson sogar unmittelbar zu. Der Anreiz zu solchen Umgehungen ist daher ebenso groß wie bei der Zwischenschaltung naher Angehöriger.
- 90 Nicht nur die gezielte Weitergabe von Insiderwissen an den Vermögensverwalter (auch unterhalb der Erheblichkeitsschwelle des Insidertatbestands) erlaubt Umgehungen. Eine Person mit Führungsaufgaben, die Kunde eines Vermögensverwalters ist, kann ihren Vermögensverwalter als argloses Werkzeug einsetzen: Sie kann eine Änderung der Anlagerichtlinien zu einem Zeitpunkt vornehmen, an dem sie über Insiderwissen verfügt. Zwar sind Anlagerichtlinien zumeist in abstrakten Kategorien ohne Nennung von Einzelwerten gefasst. Dennoch lässt sich auch über die Änderung einer abstrakten Formulierung eine „Feinsteuerung“ erreichen. So kann ein Vermögensinhaber, der Führungsperson eines Versicherungskonzerns ist und Werte dieses Emittenten in seinem Depot hat, gezielte Verkäufe dieser Wertpapiere auslösen; er braucht lediglich in die Anlagerichtlinien die Vorgabe aufzunehmen, dass generell keine Anlage in Versicherungswerten erfolgen soll. Durch diese Änderung veranlasst die Führungsperson den arglosen Vermögensverwalter zum Verkauf dieser Werte.
- 91 Schließlich spricht eine weitere Erwägung dafür, auch die vom Vermögensverwalter durchgeführten Transaktionen in § 15a zu erfassen. Dem Kunden eines Ver-

<sup>1</sup> Schäfer, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 23 Rz. 6; Balzer, Vermögensverwaltung, 1999, S. 14 f.; Sethe, Anlegerschutz, S. 15 ff.

mögensverwalters steht sowohl bei der Vermögensverwaltung in Form des Vertretermodells als auch bei der Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells das Recht zu, dem Vermögensverwalter im Einzelfall bindende Weisungen hinsichtlich des Erwerbs oder der Veräußerung einzelner Finanzinstrumente zu erteilen<sup>1</sup>. In solchen Fällen kann der Kunde seinen Wissensvorsprung als Führungsperson ebenfalls so ausnutzen, als hätte er die Transaktion höchstpersönlich ausgeführt. Zum Teil wird vorgeschlagen, die Weisungsbefugnis des Vermögensinhabers abzubedingen, so dass ihm die Möglichkeit genommen wird, Einfluss zu nehmen<sup>2</sup>. Diese Ansicht verkennt aber, dass es keine verdrängende Vollmacht geben kann, wenn das Auftragsverhältnis allein den Interessen des Auftraggebers/Vollmachtgebers dient<sup>3</sup>, was bei der Vermögensverwaltung gerade der Fall ist. Der Vermögensinhaber muss als Geschäftsherr also jederzeit die Befugnis haben, die Vermögensverwaltung inhaltlich zu beeinflussen<sup>4</sup>.

Die Zwischenschaltung eines Vermögensverwalters bewirkt also kein generelles Entfallen der Indikatorfunktion von Directors' Dealings und der mit § 15a bezweckten Vorbeugefunktion. Denn die dem Vermögensinhaber zustehenden unmittelbaren und mittelbaren Möglichkeiten, auf die Verwaltung des Vermögens einzuwirken, sind zahlreich. Es lässt sich damit festhalten, dass § 15a Abs. 1 alle **unmittelbar von den Personen mit Führungsaufgaben oder zu ihnen in enger Beziehung stehenden Personen veranlassen oder für Rechnung dieser Personen** vorgenommenen Transaktionen durch Finanzintermediäre erfasst. Die Meldepflicht der Führungsperson entfällt also weder bei der Vermögensverwaltung in Form des Vertretermodells noch bei der Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells. Dieses Ergebnis wird im Übrigen auch dem Umstand gerecht, dass das Aufsichtsrecht von einer funktionalen Betrachtung ausgeht. Maßgeblich ist nicht die formale (sachenrechtliche) Einordnung eines Vorgangs, sondern die dahinter stehenden wirtschaftlichen Vorgänge. Hiervon geht auch die Durchführungsrichtlinie aus, die in ihrem Art. 6 I Geschäfte *auf eigene Rechnung* der Führungsperson erfasst und damit eine funktionale Betrachtungsweise vornimmt. Gegen den hier vertretenen Standpunkt wird eingewandt, dass im Regelfall der Vermögensverwalter gerade keinen gezielten Weisungen unterliege, die Mehrzahl deutscher Unternehmensleiter nicht kriminell sei und daher Meldungen über die von Vermögensverwaltern getätigten Transaktionen das Publikum verwirren<sup>5</sup>. Das Misstrauen gegen die Unternehmensleiter hegt der Gesetzgeber mit § 15a Abs. 3, da er Umgehungen weitgehend ausschließen will. Wenn schon abhängige

1 *Sethe*, Anlegerschutz, S. 18, 100.

2 *Casper*, WM 1999, 363 (367); *DAI*, Der Umgang von Führungskräften mit Aktien des eigenen Unternehmens im Rahmen von Aktienoptionsprogrammen, Empfehlungen des Deutschen Aktieninstituts e.V., April 1998, S. 9 f.; *von Rosen*, WM 1998, 1810; *Hagen-Eck/Wirsch*, DB 2007, 504 (508 f.).

3 So bereits BGH v. 13.5.1971 – VII ZR 310/69, WM 1971, 956; *Schramm*, in: MünchKomm. BGB, 5. Aufl. 2006, § 168 BGB Rz. 21; *Habermeier*, in: Bamberger/Roth, BGB, 2. Aufl. 2007, § 168 BGB Rz. 21; *Leptien*, in: Soergel, BGB, 13. Aufl. 1999, § 168 BGB Rz. 22; *Schilken*, in: Staudinger, BGB, 2004, § 168 BGB Rz. 8.

4 *Sethe*, Anlegerschutz, S. 90 f. s. auch OLG Köln v. 20.9.1996 – 20 U 140/95, WM 1997, 570 (573) mit Anm. *Balzer*, EWIR 1997, 647 f., wonach ein völliges Abbedingen des Weisungsrechts in AGB gegen § 307 BGB verstößt.

5 So die Befürchtung des *Handelsrechtsausschuss des DAV*, Stellungnahme zum Regierungsentwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 703 (705). Ebenso *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen ■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 13.

## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

juristische Personen erfasst sind, muss dies auch für Vermögensverwalter und Treuhänder gelten<sup>1</sup>. Eine Verwirrung des Publikums wird auch dadurch ausgeschlossen, dass § 10 Nr. 6 lit. a WpAIV (■Text im Anhang S. ■1783) verlangt, dass die genaue Art des Geschäfts anzugeben ist. Hier muss man die Angabe verlangen, dass es sich um einen Wertpapiergeschäft im Rahmen der Vermögensverwaltung handelte.

## 4. Ausnahmen

93 ■ME sollte man die beiden folgenden Absätze zu einem zusammenziehen und den ersten Absatz deutlich kürzer fassen■

Eine Mitteilungspflicht bestand nach § 15a I 4 a.F. nicht für Geschäfte, deren Wert, bezogen auf die Gesamtzahl der vom Meldepflichtigen innerhalb von 30 Tagen getätigten Geschäfte, 25 000 Euro nicht überstieg. Die **Bagatellgrenze** von 25 000 Euro pro mitteilungspflichtiger Person wurde vom Finanzausschuss eingeführt, damit nicht jedes noch so kleine Wertpapiergeschäft meldepflichtig wurde<sup>2</sup>. Denn die Mitteilung einer Kleinstorder ist für Anleger ohne Aussagewert. Außerdem bewirkt eine derart umfassende Meldepflicht eine kontraproduktive Informationsflut, die das Publikum nicht mehr mit vertretbarem Aufwand und in angemessener Zeit verarbeiten kann. Die Bagatellgrenze galt ihrem Wortlaut nach **für jeden Meldepflichtigen separat**. Geschäfte des Organmitglieds und seiner Angehörigen wurden also nicht addiert. Dies überzeugte nicht, wenn man bedenkt, dass die Erfassung der Angehörigen in § 15a Abs. 1 Satz 2 gerade das Ziel verfolgt, Umgehungen zu verhindern. Über die Aufspaltung eines Aktienpakets auf mehrere Angehörige konnte bei der damaligen Gesetzesfassung die Mitteilungspflicht unterlaufen werden.

Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz hat die Bagatellgrenze, bezogen auf die Gesamtzahl der vom Meldepflichtigen **innerhalb eines Kalenderjahres** getätigten Geschäfte, auf **5000 Euro** herabgesetzt (§ 15a Abs. 1 Satz 5)<sup>3</sup>. Bei der Berechnung werden die Geschäfte einer Führungsperson und den zu ihr in enger Beziehung stehenden Personen **zusammengerechnet**<sup>4</sup>. Maßgebend ist der jeweils erzielte oder

1 Ebenso *Bürgers*, BKR 2004, 424 (428); *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948 (1953); *Pluskat*, BKR 2004, 467 (470); *Sethe*, Anlegerschutz, S. 915 ff. und jetzt *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 58; *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 491 f. Offenbar geht *Kuthe*, ZIP 2004, 883 (887), davon aus, dass Treuhänder nicht einbezogen sind, da er ihre Einbeziehung fordert. Es ist zu begrüßen, dass die BaFin nun von ihrem Standpunkt (s. oben Rz. ■87) Abstand zu nehmen scheint, da der ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 84, bei der Vermögensverwaltung in Form des Treuhandmodells jetzt auf den Einzelfall abstellt.

2 Beschlussempfehlung des Finanzausschusses v. 20.3.2002, BT-Drucks. 14/8600, S. 67, sowie Bericht des Finanzausschusses v. 21.3.2002, BT-Drucks. 14/8601, S. 19. Entsprechende Forderungen äußerte das Deutsche Aktieninstitut, vgl. *Rudolph*, BB 2002, 1036 (1040 Fn. 23).

3 ■Muss man das aus heutiger Sicht noch schreiben?■Da das AnSVG am 30.10.2004 in Kraft trat, galt für den Zeitraum bis 31.12.2004 bereits das neue Recht. Wurde also in diesem Zeitraum ein Geschäft getätigt und lag dieses zusammen mit Geschäften ab Beginn des Jahres 2004 über dem Schwellenwert, löste das nach dem 29. 10. ausgeführte Geschäft die Mitteilungspflicht vollumfänglich aus. Fanden dagegen Geschäfte nur vor dem 30. 10. statt, wirkte die Mitteilungspflicht nicht zurück, da für den vorangegangenen Zeitraum ein Schwellenwert von 25 000 Euro in 30 Tagen galt.

4 Diese Regelung wurde durch den Finanzausschuss eingeführt, s. oben Rz. ■3.

bezahlte Kurs der Finanzinstrumente (ohne Gebühren, Steuern und Courtagen)<sup>1</sup>. Bei Optionen ist auf den erzielten Preis bei Optionsausübung abzustellen, nicht auf das ursprünglich eingesetzte Kapital. Entscheidend ist der absolute Betrag, so dass Veräußerungen nicht mit späteren Erwerben saldiert werden (Grundsatz der **Unmaßgeblichkeit des Vorzeichens**)<sup>2</sup>. Es werden sämtliche Transaktionen in den verschiedenen von § 15a Abs. 1 erfassten Finanzinstrumenten addiert, so dass der Bagatellbetrag dem Meldepflichtigen nicht mehrfach (für jede Wertpapiergattung) zur Verfügung steht. Bei Überschreiten der Bagatellgrenze sind alle im laufenden Kalenderjahr getätigten Geschäfte rückwirkend zu melden<sup>3</sup>. Die BaFin hat keine Bedenken gegen die Meldung von Geschäften unterhalb der Bagatellschwelle<sup>4</sup>.

Es ist zu begrüßen, dass nun die Geschäfte der Führungsperson und der zu ihr in enger Beziehung stehenden Personen zusammengerechnet werden. Die Ausnahmebestimmung ist jedoch in anderer Hinsicht wenig gelungen. Im Schrifttum wird die **geringe Höhe** des durch die Durchführungs-Richtlinie vorgegebenen **Schwellenwerts** von 5000 Euro bemängelt<sup>5</sup>. In der Tat muss man verhindern, dass es zu einer Informationsflut kommt, die den Zwecken des § 15a zuwider läuft. Daher wurde in der Voraufgabe der Standpunkt vertreten, dass man erst Erfahrungen sammeln müsse, wie der Markt auf die neue Grenze reagiert. Denn zu bedenken ist, dass sich die Directors' Dealings bei den einzelnen Marktsegmenten unterschiedlich stark auswirken können<sup>6</sup>. Dies kann es als sinnvoll erscheinen lassen, die Schwellenwerte je nach Marktsegment unterschiedlich hoch zu bemessen. Mittlerweile liegt eine erste ökonomische Untersuchung vor, die zu dem überraschenden Ergebnis kommt, dass gerade die kleineren Geschäfte besonders nachahmenswert sind, da sie deutlich höhere Überrenditen aufweisen<sup>7</sup>. Dies spricht dafür, die niedrige Bagatellgrenze aufrecht zu erhalten<sup>8</sup>. Wenig durchdacht ist dagegen der Umstand, dass man alle Geschäfte innerhalb eines Kalenderjahres nachmelden muss, sobald der Schwellenwert überschritten ist (**Pflicht zur Nachmel-**

1 Ebenso Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 15.

2 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 76 (www.bafin.de); Ringleb, in: Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder, Deutscher Corporate Governance Kodex, 3. Aufl. 2008, Rz. 1240; Klawitter, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, ■2. Aufl. Zitat prüfen■§ 25 Rz. 114.

3 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 75 (www.bafin.de); Klawitter, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, ■2. Aufl. Zitat prüfen■§ 25 Rz. 115.

4 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 76 (www.bafin.de).

5 Diekmann/Sustmann, NZG 2004, 929 (936); Grothaus, ZBB 2005, 62 (68); Hower-Knobloch, S. 186; Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 14; von Rosen, in: Aktienmarkt und Marktmanipulation, Studien des Deutschen Aktieninstituts, Heft 27, 2004, S. 8; Gemeinsame Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts e.V. und des Bundesverbandes der Deutschen Industrie e.V. zum Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) v. 25.3.2004, S. 6; Fischer zu Cramburg/Royé, in: Heidel, § 15a WpHG Rz. 5; Fischer zu Cramburg, Marktmissbrauchsrichtlinie: Deutschland beginnt vor Abschluss der EU-Durchführungsbestimmungen mit der Umsetzung, AG 2004, R 168; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 59 f.

6 Hierauf weist Posegga, BKR 2002, 697, hin.

7 Rau, Directors' Dealings, S. 225.

8 Auch Osterloh, Directors' Dealings, S. 70, 180 ff., plädiert hierfür, da er aufgrund der Auswertung der Daten durch Dienstleister davon ausgeht, dass das Anlegerpublikum nicht überfordert wird.

## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

ding). Die Jahresfrist bietet gegenüber der 30-Tages-Frist des § 15a Abs. 1 Satz 4 a.F. sicherlich den Vorteil, dass mitteilungspflichtige Personen ihre Geschäfte nicht mehr unbemerkt stückeln und auf verschiedene Monate verteilen können. Dennoch zeigt das folgende Beispiel, dass auch die nun Gesetz gewordene Lösung noch nicht überzeugt: Wird der Schwellenwert erst im November überschritten, dürfte das Publikum kaum Interesse an Geschäften haben, die Anfang des Jahres getätigt wurden. Wie wenig abgestimmt diese Regelung ist, belegt auch ein Blick auf § 13 Abs. 1 Satz 1 WpAIV a.F. Die Mitteilungen über Directors' Dealings waren für mindestens einen Monat zu publizieren. Der Gesetzgeber selbst ging also davon aus, dass nach einem Monat das Interesse an Geschäften der Führungspersonen nachlässt. Die Pflicht zur Nachmeldung früher getätigter Geschäfte macht vor diesem Hintergrund noch weniger Sinn.

- 95 Zur **ungeschriebenen Ausnahme** des Erwerbs auf arbeitsvertraglicher Grundlage s. oben Rz. ■83. Eine weitere Ausnahme wird man machen müssen, wenn eine Führungsperson oder eine ihr nahe stehende Person Vermögen auf eine nach § 15 Abs. 3 erfasste Gesellschaft, juristische Person oder Einrichtung überträgt (s. oben Rz. ■57 a.E.). Hier ist der Tatbestand der Vorschrift teleologisch zu reduzieren<sup>1</sup>. Die ■jetzige, von der BaFin und Teilen des Schrifttums vertretene Lösung (s. oben Rz. ■78 f.), bei der man Schenkungen entgegen dem Willen des Richtliniengebers und entgegen von Wortlaut und Zweck freistellt, u.a. um Familien zu schonen, schießt deutlich über das Ziel hinaus. Wenn eine Führungsperson einer **familienfremden** Person seine Aktien schenkt, besteht gerade kein Grund für eine Freistellung dieses Vorgangs von der Mitteilungspflicht. Solange die Schenkung aber **innerhalb des nach § 15a Abs. 3 erfassten Personenkreises** vollzogen wird, besteht keine Notwendigkeit für eine Mitteilung. Zur von der BaFin zugestandenen Ausnahme bei **Ausübung von Optionen** s. oben Rz. ■83.

### 5. Rechtsfolgen

- 96 Liegen die Voraussetzungen des § 15a Abs. 1 Satz 1 bis 4 vor und greift die Ausnahme nach § 15a Abs. 1 Satz 5 nicht ein, muss der Meldepflichtige dem Emittenten und der Bundesanstalt die Transaktion mitteilen. Nähere Einzelheiten über den Inhalt und Form der Mitteilung regeln die §§ 10, 11 der nach § 15a Abs. 5 erlassenen Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV)<sup>2</sup>. Anschließend muss der Emittent diese Angaben unverzüglich nach § 15a Abs. 4 Satz i.V.m. §§ 12, 13 WpAIV publizieren und der Bundesanstalt einen Beleg hierüber zusenden. Der Meldepflichtige und der Emittent können sich eines professionellen Dienstleisters bedienen, wobei sie dies nicht von der Pflicht entbindet, alles in ihrer Macht Stehende zu tun, um den Pflichten aus § 15a nachzukommen<sup>3</sup>. Erkennen sie also, dass der von ihnen beauftragte Dienstleister seiner Aufgabe nur

1 Eine gesetzliche Ausnahme fordert *Zimmer*, in: Schwark, § 15a WpHG Rz. 31 (zu § 15 Abs. 1 a.F.). *Pluskat*, BKR 2004, 467 (472), meint, die Ausnahme könne sogar im Verordnungswege noch geschaffen werden.

2 Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – WpAIV) v. 13.12.2004, BGBl. I 2004, 3376 (■Text im Anhang S. ■1783).

3 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 76 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)); *Osterloh*, Directors' Dealings, S. 187.

fehlerhaft oder zögerlich nachkommt, müssen sie eingreifen und notfalls die Pflichten aus § 15a selbst erfüllen.

Der Mitteilungspflichtige, dem auch nach Einholung von Rechtsrat noch Zweifel über das Vorliegen der Tatbestandsvoraussetzungen bleiben, kann freiwillig eine **vorbeugende Mitteilung** abgeben<sup>1</sup>, um sich vor den mit § 15a verbundenen Sanktionen (s. unten Rz. ■129 ff.) zu schützen. Zur Abgabe einer solchen vorbeugenden Erklärung zwingen kann man ihn jedoch nicht<sup>2</sup>, da eine entsprechende Ermächtigungsgrundlage für die Bundesanstalt fehlt. Der Betroffene trägt allerdings in diesem Fall das Risiko von Sanktionen, sollte sich später dann doch herausstellen, dass eine Mitteilungspflicht bestand.

Anders als s. 16b des Securities Exchange Act sieht das deutsche Recht keine Verpflichtung der Person mit Führungsaufgaben zur **Gewinnherausgabe** vor<sup>3</sup>. Eine solche Pflicht würde zwar den Anreiz zu erlaubten und verbotenen Insidergeschäften weiter verringern. Auf der anderen Seite würde eine derartige Regelung jedoch ähnliche Effekte wie eine pre-trading disclosure erzeugen, also die mit § 15a bezweckte Indikatorwirkung abschwächen und Aktienoptionsprogramme konterkarieren (vgl. oben Rz. ■14, 17).

## VI. Die Mitteilung

### 1. Adressat der Mitteilung

Die Einzelheiten der Mitteilungspflicht richten sich gemäß Art. 6 Abs. 1 Satz 2 der Durchführungs-Richtlinie 2004/72/EG nach dem Recht des Staates, in dem der Emittent seinen Sitz hat. Nach § 15a Abs. 1 Satz 1 muss der Meldepflichtige sowohl dem Emittenten als auch der Bundesanstalt die eigenen Geschäfte in Aktien oder in sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten mitteilen. An beide Adressaten ist eine separate Mitteilung zu richten. Bei der Mitteilung an die Bundesanstalt kann der Emittent als Vertreter oder Bote der Person mit Führungsaufgaben oder des Angehörigen mitwirken<sup>4</sup>.

### 2. Inhalt der Mitteilung

Die Mitteilung muss für jede Transaktion bestimmte, in § 10 WpAIV geregelte Mindestangaben enthalten:

Nr. 1: Sie muss die deutlich hervorgehobene **Überschrift** „Mitteilung über Geschäfte von Führungspersonen nach § 15a WpHG“ tragen.

Nr. 2: Weiterhin sind der **Vor- und Familienname** oder bei juristischen Personen deren Firma, die Geschäftsanschrift, die Rufnummer oder die eines Ansprechpart-

1 BGH v. 22.4.1991 – II ZR 231/90, BGHZ 114, 203 (215) = AG 1991, 270 (273) (zu § 20 AktG).

2 Ebenso bei der parallelen Problematik des § 21 (dazu unten § 21 Rz. 91b, 91c m.w.N.); KG v. 14.6.1990 – 2 W 1088/90, WM 1990, 1546 (1549) = AG 1990, 500 (501) („Springer/Kirch“ – zu § 20 AktG).

3 S. oben Rz. 14 a.E. Fn. 2 und unten Rz. 144 sowie *Fleischer*, Gutachten zum 64. DJT, 2002, S. F 126 ff.

4 Zur parallelen Problematik bei § 21 s. unten § 21 Rz. 72.



## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

ners, bei natürlichen Personen der Tag ihrer Geburt<sup>1</sup> und, sofern keine Geschäftsanschrift besteht, die Privatanschrift zu nennen. Bei § 15a Abs. 2 a.F. enthielt der Katalog der mitteilungspflichtigen Angaben keinen Hinweis darauf, dass auch der Name des Meldepflichtigen anzugeben war. Dies war jedoch eine Selbstverständlichkeit<sup>2</sup>, da das Publikum Rückschlüsse nicht nur aus dem Umfang der Geschäfte, sondern auch aus der vom Meldepflichtigen gehaltenen Position im Unternehmen ziehen kann. Zudem wüsste das Publikum ohne die Namensangabe nicht, ob mehrere gemeldete Transaktionen von verschiedenen Meldepflichtigen oder von ein und derselben Person vorgenommen wurden. Daher hat die Rechtsprechung die Namensangabe als zwingend und verhältnismäßig angesehen<sup>3</sup>. § 10 Nr. 2 WpAIV bringt die insoweit notwendige Klarstellung.

Nr. 3: Anzugeben sind weiterhin der **Name und die Anschrift des Emittenten**.

Nr. 4: Um der BaFin und später dem Publikum eine rasche Einordnung der Meldung zu ermöglichen, ist eine jeweils in einem Schlagwort zu formulierende Beschreibung der **Position** und des **Aufgabenbereichs** der Person mit Führungsaufgaben bei dem Emittenten und im Fall des § 15a Abs. 1 Satz 2 zusätzlich der engen **Beziehung** der mitteilungspflichtigen Person zur Person mit Führungsaufgaben vorzunehmen.

Nr. 5: Sodann sind die **Bezeichnung des Finanzinstruments** und die internationale **Wertpapierkennnummer** (ISIN) anzugeben. Bei Derivaten ist die ISIN des underlying anzugeben.

Nr. 6: Schließlich verlangt die WpAIV die Angabe der **Art des Geschäfts**, insbesondere ob es sich um einen Kauf oder Verkauf handelt. Bei Geschäften im Rahmen der Vermögensverwaltung ist anzugeben, dass es sich um ein solches Geschäft handelt (s. oben Rz. ■92 a.E.). Weiterhin sind **Datum und Ort des Geschäftsabschlusses** anzugeben. Unter „Ort“ versteht die BaFin den Börsenplatz und bei außerbörslichen Geschäften reicht ihr die Angabe „außerbörslich“<sup>4</sup>. Dies widerspricht klar der Gesetzgebungsgeschichte (s. unten Rz. ■101)<sup>5</sup>. Weiterhin sind anzugeben der **Preis**, die **Währung**, die **Stückzahl** und das **Geschäftsvolumen** und bei Derivaten das **Basisinstrument**, der **Basispreis**, der **Preismultiplikator** und die **Fälligkeit**. Bei unentgeltlichen Geschäften, wie etwa einer Schenkung (s. oben Rz. ■78 f.), kann als Preis 0,- Euro angegeben werden<sup>6</sup>; die BaFin empfiehlt eine klarstellende Erläuterung (so sollte – folgt man der hier vertretenen Auffassung – bei der Art des Geschäfts die Tatsache angegeben werden, dass es sich um eine Schenkung handelt). Bei der Ausübung von virtuellen Aktienoptionsprogrammen

1 Kritisch *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 66; *Fischer zu Cramburg/Royé*, in: Heidel, § 15a WpHG Rz. 6.

2 Zu Recht sah das inzwischen aufgehobene Rundschreiben der BaFin v. 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002, daher die Namensangabe vor. Zustimmend auch *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 19; *Süßmann*, in: Park, Kapitalmarktstrafrecht, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2004, S. 668 Rz. 30.

3 VGH Kassel v. 3.5.2006 – 6 UE 2623/04, ZIP 2006, 1243 = AG 2006, 553 mit zust. Anm. *Möllers/Wenninger*, WuB I G 6 § 15a WpHG 1.06; *Sethe*, EWIR 2006, 701; VG Frankfurt v. 14.5.2004 – 9 E 1636/03 (2), AG 2004, 680 ff.; zustimmend *Lenenbach*, EWIR 2005, 235 f.; *Siller*, WuB I G 6 § 15a WpHG 1.05; *Schuster*, ZHR 167 (2003), 193 (207 ff.).

4 *BaFin*, Erläuterungen zum Mitteilungsformular für Geschäfte von Führungspersonen v. Juli 2005, Nr. 23.

5 Kritisch auch *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 66.

6 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 78.

(s. oben Rz. ■84) muss der Meldepflichtige diejenigen Angaben machen, die er bei einem „realen“ Aktienoptionsprogramm auch hätte machen müssen. Aus der Pflicht, das maßgebliche Finanzinstrument zu bezeichnen, folgt, dass der Meldepflichtige auch angeben muss, dass es sich um virtuelle Optionen oder virtuelle Aktien handelt.

Nicht mitzuteilen ist, welches Institut und ggf. welche Börse die Transaktion abgewickelt hat. Denn diese Angaben haben keinerlei Aussagewert für Anlageentscheidungen des Publikums. Eine im Regierungsentwurf zum Vierten Finanzmarktförderungsgesetz noch vorgesehene Pflicht zur Mitteilung des Instituts und der Börse hat daher der Finanzausschuss zu Recht gestrichen<sup>1</sup>.

Das deutsche Recht geht in entsprechender Umsetzung der Marktmissbrauchs-Richtlinie (vgl. oben Rz. ■24 a.E.) vom **Prinzip der Einzelmeldung** aus. Es sieht für Führungspersonen keine in bestimmten Abständen abzugebende Sammelmitteilung aller im maßgeblichen Zeitraum getätigten Geschäfte vor. Außerdem müssen die Führungspersonen nicht angeben, wie viele Finanzinstrumente sie bereits bei Übernahme der Führungsposition besitzen (**keine Pflicht zur Initialmeldung**)<sup>2</sup>. Nur wenn der Emittent die Vorgaben des Deutschen Corporate Governance Kodex einhält (dazu unten Rz. ■154 ff.) und der Anteilsbesitz über 1 % liegt, kann also das Publikum erfahren, welchen Umfang das Aktienpaket der Führungsperson hat.

§ 15a Abs. 2 enthält keine Verpflichtung, die Meldung über die vorgeschriebenen Angaben hinaus mit **erläuternden Informationen** zu ergänzen. Der Meldepflichtige muss sich auch nicht zu Anlass und Motiv des Erwerbs oder der Veräußerung erklären; er muss bei einer Schenkung nicht den Empfänger nennen. Die BaFin erlaubt ihm in dem Meldeformular aber freiwillige erläuternde Angaben<sup>3</sup>. Zwar birgt dies ein gewisses Risiko der Fehlinterpretation der Mitteilung durch das Publikum (sog. „noise trading“<sup>4</sup>), etwa wenn ein Geschäft aus rein privaten Motiven und ohne jeden Bezug zur aktuellen Lage des Emittenten erfolgt. Mit Einführung einer Pflicht zur Erläuterung der Transaktion würde man jedoch den Charakter der Vorschrift völlig verändern. An die Stelle der mit § 15a bezweckten Indikatorfunktion würde eine Pflicht zur Ad-hoc-Mitteilung privater Informationen treten. Der Persönlichkeitsschutz des Meldepflichtigen würde durch diese weit reichende Pflicht über Gebühr beeinträchtigt<sup>5</sup>. Der Meldepflichtige ist jedoch nicht gehindert, freiwillig die Motive der Transaktion aufzudecken.

Um dem Anleger ein zutreffendes Bild zu vermitteln, darf die Mitteilung nicht missverständlich oder gar unwahr sein (vgl. die Kommentierung zu § 20a).

1 Beschlussempfehlung des Finanzausschusses v. 20.3.2002, BT-Drucks. 14/8600, S. 67.

2 Zu Recht kritisch deshalb *Fischer zu Cramburg/Hannich*, *Directors' Dealings*, S. 33, 62; *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1226); *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 265; *Schuster*, ZHR 167 (2002), 193 (206); *Bitter*, Diskussionsbericht – Symposium zum Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, ZHR 167 (2003), 216 (221); a.A. *Zimmer*, in: Schwark, § 15a WpHG Rz. 28.

3 Zustimmend *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 67.

4 *Fleischer*, Gutachten zum 64. DJT, 2002, S. F 126 m.w.N.

5 *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1227); *Fleischer*, Gutachten zum 64. DJT, 2002, S. F 125 f.

### 3. Frist der Mitteilung

- 105 Die Mitteilung an die BaFin und den Emittenten muss innerhalb von fünf **Werktagen** nach der Transaktion erfolgen. Der deutsche Gesetzgeber hat sich damit für eine post-trading disclosure entschieden (zur rechtspolitischen Diskussion s. oben Rz. ■16 f.). Die Frist von fünf Tagen wird zu Recht als deutlich zu lang kritisiert<sup>1</sup>, zumal viele Meldepflichtige sie nicht einmal einhalten<sup>2</sup>. Wenn man erreichen will, dass die Preisbildung am Markt rasch alle verfügbaren Informationen widerspiegelt, muss man die Frist stark verkürzen (am Neuen Markt etwa waren drei Tage vorgeschrieben, s. oben Rz. ■20). Für die **Berechnung der Frist gegenüber der Behörde** gelten die § 31 VwVfG, §§ 186 ff. BGB. Der Tag, an dem das Geschäft in Aktien oder Finanzinstrumenten stattfindet, zählt bei der Berechnung der Frist gemäß § 31 Abs. 1 VwVfG, § 187 Abs. 1 BGB nicht mit. Wie § 193 BGB zeigt, gilt der Samstag als Werktag. Fällt das Ende der Frist auf einen gesetzlichen Feiertag, einen Samstag oder Sonntag, ist der nächste Werktag maßgebend. Dieselben Regeln gelten in Bezug auf die **Berechnung der Frist für die Mitteilung an den Emittenten**, nur dass die Vorschriften des BGB nun direkt Anwendung finden. Allein bei der Frage, nach welchem Recht es zu beurteilen ist, ob ein **gesetzlicher Feiertag** vorliegt, gibt es Unterschiede zwischen den Regelungen. Ist gegenüber einer Behörde eine Willenserklärung abzugeben oder eine Handlung vorzunehmen, gilt anstelle des § 193 BGB die spezielle Regelung des § 31 Abs. 3 Satz 1 VwVfG, wonach es darauf ankommt, ob am Sitz der Behörde ein gesetzlicher Feiertag ist. Nicht maßgebend ist, ob am Absendeort ein Feiertag herrscht<sup>3</sup>. Zu beachten ist weiterhin, dass der 24.12.<sup>4</sup>, der 31.12.<sup>5</sup> und der Rosenmontag<sup>6</sup> nicht als Feiertage gelten, auch wenn die Behördenbediensteten keinen Dienst tun müssen. Bei der gegenüber der BaFin mit Sitz in Frankfurt/M. und Bonn abzugebenden Erklärung sind daher die Feiertagsregelungen von Hessen und Nordrhein-Westfalen maßgebend<sup>7</sup>. In Bezug auf die gegenüber dem Emittenten abzugebende Erklärung gilt § 193 BGB. Welche Tage als Feiertage anerkannt sind, richtet sich nach den Gesetzen, die am Erklärungs- oder Leistungsort (§§ 269, 270 Abs. 4 BGB) gelten. Da die in Abwesenheit abgegebene Willenserklärung erst im Zeitpunkt ihres Zugangs wirksam wird (§ 130 Abs. 1 Satz 1, Abs. 3 BGB), handelt es sich bei der Abgabe von Willenserklärungen um eine Bringschuld. Gleiches gilt für Mitteilungen und Anzeigen, an die das Gesetz Rechtsfolgen knüpft<sup>8</sup>. Erfüllungsort ist damit der Sitz des Emittenten. Es kommt damit auf die an seinem Sitz geltende Feiertagsregelung an. Im Ergebnis muss der Mitteilungspflichtige daher die Feiertagsregelungen an den beiden Sitzen der BaFin und am Sitz des Emittenten beachten<sup>9</sup>.

1 *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 188.

2 *Dymke*, *Finanz-Betrieb* 2007, 450 (457 f., 460), weist nach, dass 20 % der Meldepflichtigen die Zeitspanne überschreiten.

3 BAG v. 16.1.1989 – 5 AZR 579/88, NJW 1989, 1181; *Grün*, in: Obermayer, *VwVfG*, 3. Aufl. 1999, § 31 Rz. 32; *Ramsauer*, in: Kopp, *VwVfG*, 10. Aufl. 2008, § 31 VwVfG Rz. 31 m.w.N.

4 OVG Hamburg v. 9.2.1993 – Bs VI 4/93, NJW 1993, 1941.

5 *Ramsauer*, in: Kopp, *VwVfG*, 10. Aufl. 2008, § 31 VwVfG Rz. 31 m.w.N.

6 BPatG v. 19.7.1978 – 6 W (pat) 67/78, GRUR 1978, 710.

7 Vgl. die Übersicht über die Feiertage bei *Grothe*, in: MünchKomm. BGB, ■5. Aufl., Zitat prüfen■4. Aufl. 2001, § 193 BGB Rz. 9 f.

8 BGH v. 7.5.2002 – XI ZR 197/01, BGHZ 151, 5, 9 f.

9 Ebenso der ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 79 (www.bafin.de).

Die **Frist beginnt** mit Kenntnis des Mitteilungspflichtigen von der Transaktion<sup>1</sup>. Hat er diese selbst durchgeführt, beginnt die Frist folglich mit Vornahme des Geschäfts. Schaltet er einen Stellvertreter ein, muss er sich dessen Kenntnis nach § 166 BGB zurechnen lassen. Dies gilt auch dann, wenn die Führungsperson ihre Wertpapiere von einem Vermögensverwalter verwalten lässt (s. oben Rz. ■87 ff.). Vermögensverwalter informieren ihre Kunden jedoch nur in periodischen Abständen über die Entwicklung des Depots. Auf Grund dessen könnte es vorkommen, dass die Führungsperson erst erhebliche Zeit nach ihrer Ausführung von einer meldepflichtigen Transaktion erfährt, die auf ihre Rechnung durchgeführt wurde. Um die Effektivität von § 15a in derartigen Konstellationen zu gewährleisten, ist der Meldepflichtige daher zu **organisatorischen Vorkehrungen** verpflichtet<sup>2</sup>. Der Meldepflichtige muss den Vermögensverwalter darüber informieren, dass eine Meldepflicht besteht und er deshalb darauf angewiesen ist, vom Vermögensverwalter unverzüglich über Transaktionen in den Wertpapieren des Emittenten benachrichtigt zu werden<sup>3</sup>. Wird die Meldepflicht dadurch ausgelöst, dass die **Bagatellgrenze überschritten** ist, beginnt die Frist mit der Kenntnis des Überschreitens<sup>4</sup>. Dieser Fristbeginn wird regelmäßig mit der Kenntnis über das letzte ausgeführte Geschäft, das zum Überschreiten der Bagatellgrenze führte, zusammenfallen, sie muss es aber nicht. Haben beispielsweise ein Angehöriger und die Führungsperson Geschäfte im Umfang von 3000 Euro getätigt und sich gegenseitig noch nicht informiert, gehen beide davon aus, dass die Bagatellgrenze nicht überschritten wurde. Die Unkenntnis darf aber nicht auf Leichtfertigkeit beruhen. Denn § 39 II Nr. 2 lit. d erfasst auch die aus Leichtfertigkeit unterlassene Meldung und Angehörige sind aufgrund der familienrechtlichen Stellung (s. oben Rz. ■44) zur gegenseitigen Information verpflichtet.

106

Die Möglichkeit einer **Fristverlängerung** durch die Bundesanstalt sieht das Gesetz nicht vor.

107

#### 4. Form der Mitteilung

Die Mitteilung hat **schriftlich** (§ 126 BGB) zu erfolgen (§ 11 Abs. 1 Satz 1 WpAIV, ■Text s.■). Die Mitteilung kann auch **per Fax** an die Bundesanstalt übermittelt werden. Die BaFin hat auf ihrer Homepage ein **Musterformular** (Stand 25.10.2007)<sup>5</sup> mit Erläuterungen<sup>6</sup> zur Verfügung gestellt, das den Betroffenen die Erfüllung der Mitteilungspflicht erleichtern soll. Im Fall der Übersendung einer Mitteilung mittels Telefax ist auf Verlangen der Bundesanstalt die eigenhändig unterschriebene Anzeige auf dem Postweg nachzureichen (§ 11 Abs. 1 Satz 2 WpAIV). Die BaFin

108

1 Rundschreiben der BaFin v. 5.9.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2320 – 1/2002.

2 Zu Fragen der Compliance bei Directors' Dealings *Uwe. H. Schneider*, Compliance als Aufgabe der Unternehmensleitung, ZIP 2003, 645 ff. (insbesondere 646).

3 *Sethe*, Anlegerschutz, S. 919. Zur gleich gelagerten Problematik bei § 21 vgl. unten § 21 Rz. ■92 m.w.N.

4 Anders *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 72, der meint, die Frist beginne erst fünf Tage danach. Gemeint sein dürfte damit aber wohl das Fristende.

5 [www.bafin.de/cln\\_042/nn\\_722564/SharedDocs/Downloads/DE/Unternehmen/BoersennotierteUnternehmen/DirectorsDealings/melde\\_wphg.templateId=raw,property=publicationFile.doc/melde\\_wphg.doc](http://www.bafin.de/cln_042/nn_722564/SharedDocs/Downloads/DE/Unternehmen/BoersennotierteUnternehmen/DirectorsDealings/melde_wphg.templateId=raw,property=publicationFile.doc/melde_wphg.doc).

6 [www.bafin.de/cln\\_042/nn\\_722552/SharedDocs/Artikel/DE/Unternehmen/BoersennotierteUnternehmen/DirectorsDealings/melde\\_wphg\\_erl.html?\\_\\_nnn=true](http://www.bafin.de/cln_042/nn_722552/SharedDocs/Artikel/DE/Unternehmen/BoersennotierteUnternehmen/DirectorsDealings/melde_wphg_erl.html?__nnn=true).

kann die Möglichkeit eröffnen, die Mitteilungen im Wege der Datenfernübertragung zu übersenden, sofern nach dem jeweiligen Stand der Technik entsprechende Maßnahmen zur Sicherstellung von Datenschutz und Datensicherheit getroffen werden, die insbesondere die Vertraulichkeit und Unversehrtheit der Daten gewährleisten, und sofern im Fall der Nutzung allgemein zugänglicher Netze dem jeweiligen Stand der Technik entsprechende Verschlüsselungsverfahren angewendet werden (§ 11 Abs. 2 WpAIV).

## VII. Die Pflicht zur Verbreitung der Information (§ 15a Abs. 4 Satz 1)

### 1. Anwendungsbereich

- 109 Die von der Führungsperson oder der zu ihr in enger Beziehung stehenden Person übermittelte Information i.S. des § 15a Abs. 1 muss gemäß § 15a Abs. 4 Satz 1 vom Emittenten unverzüglich verbreitet werden, in dem er diese veröffentlicht (s. unten Rz. ■114 ff.) und sie der BaFin (s. unten Rz. ■120) und dem Unternehmensregister übersendet (s. unten Rz. ■122). Im Gegensatz zu § 15a Abs. 1 trifft die Verpflichtung zur Verbreitung nur **Inlandsemittenten** i.S. des § 2 Abs. 7 und solche Emittenten, die die Zulassung der Finanzinstrumente beantragt oder öffentlich angekündigt haben (§ 15 Abs. 4 Satz 2). Damit setzt der Gesetzgeber Art. 21 Abs. 1, 3 und Art. 2 Abs. 1 lit. i der Transparenz-Richtlinie um. Der Anwendungsbereich von § 15a Abs. 4 ist enger als der von § 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 1 und 2. Damit unterscheidet sich § 15a von § 15, bei dem die Pflicht zur Ad-hoc-Publizität nach Absatz 1 auf Inlandsemittenten beschränkt und die Mitteilungspflicht nach Absatz 4 gleichlaufend ausgestaltet ist. Auch § 15b ist auf Inlandsemittenten beschränkt. Der Grund dafür, warum man dies bei der Neufassung des Anwendungsbereichs des § 15a Abs. 1 nicht parallel geregelt hat, liegt in Art. 6 Abs. 1 Satz 2 bis 4 der Durchführungs-Richtlinie 2004/72/EG (s. oben Rz. ■34), der für die Directors' Dealings eine eigene Anknüpfung am Sitzstaat vornimmt. Überzeugender wäre es gewesen, wenn der Richtliniengeber hier die allgemeinen Regeln zum internationalen Anwendungsbereich des WpHG angewendet hätte.
- 110 Vergleicht man die Anforderungen des § 2 Abs. 6, 7 mit denen des § 15a Abs. 1 Satz 3, ergeben sich folgende Gemeinsamkeiten und Unterschiede:
- 111 Deckungsgleich sind die **Anwendungsbereiche der beiden Absätze** von § 15a bei Emittenten mit Sitz im Inland und mit Börsenzulassung im Inland sowie bei Emittenten mit Sitz in einem EU-/EWR-Mitgliedstaat und mit Börsenzulassung im Inland. **Auseinanderfallen können sie aber bei Emittenten mit Sitz in einem Drittstaat und mit Börsenzulassung im Inland.** Diese fallen zwar unter § 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 1. Sie sind zugleich Inlandsemittenten i.S. von § 2 Abs. 7 Nr. 1 i.V.m. § 2 Abs. 6 Satz 1 Nr. 1 lit. b, wenn sie in der Bundesrepublik das jährliche Dokument nach § 10 WpPG hinterlegen müssen. Haben sie im Falle der Mehrfachzulassung aber einen anderen Mitgliedstaat für das jährliche Dokument gewählt, unterfallen sie zwar § 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 1, sind aber kein Inlandsemittent. Sie müssen damit die Pflichten nach § 15a Abs. 1 erfüllen, nicht aber die nach § 15 Abs. 4. Welchem Zweck die Mitteilung an den Emittenten dienen soll, wenn dieser sie nicht veröffentlichen muss, ist nicht ersichtlich. Gleichzeitig werden solche Emittenten aber von der Directors' Dealings Regelung des anderen Mitgliedstaats erfasst, so dass sie einer doppelten Meldepflicht unterliegen. Deckungsgleich sind wieder die Anwendungsbereiche bei Emittenten mit Sitz im

Inland und mit Börsenzulassung nur im EU-/EWR-Ausland. Gleiches gilt für Emittenten mit Sitz in einem EU-/EWR-Mitgliedstaat und mit Börsenzulassung im EU-/EWR-Ausland, denn sie fallen von vornherein nicht unter § 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 2. Emittenten mit Sitz in einem Drittstaat und mit Börsenzulassung im EU-/EWR-Ausland fallen unter § 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 2 Alt. 2, wenn die Bundesrepublik Herkunftsstaat i.S. des WpPG ist, sie also in der Bundesrepublik das jährliche Dokument nach § 10 WpPG hinterlegen müssen. Sie sind dann Inlandsemit- tenten nach § 2 Abs. 7 Nr. 1 i.V.m. Abs. 6 Satz 1 Nr. 1 lit. b oder 3 lit. c. Die Regelung des internationalen Anwendungsbereich erweist sich damit als zu kompliziert, ohne dass ein überragender Nutzen der Komplexität erkennbar wäre. Auch ist das Auseinanderfallen der Anwendungsbereiche von Absatz 1 und 4 missglückt<sup>1</sup>.

Versäumt der Meldepflichtige eine Mitteilung an den Emittenten, erlangt der Emittent aber auf andere Weise von der meldepflichtigen Transaktion Kenntnis, greifen die Pflichten des § 15a Abs. 4 Satz 1 weder direkt noch analog ein<sup>2</sup>. Hieran hat auch die Neufassung des § 15a Abs. 4 nichts geändert<sup>3</sup>, da ihr Wortlaut die Veröffentlichungspflicht weiterhin an eine Mitteilung des Meldepflichtigen nach § 15a Abs. 1 knüpft und auch die Gesetzesmaterialien diese Auslegung stützen<sup>4</sup>.

Ist über das Vermögen der Gesellschaft das Insolvenzverfahren eröffnet, treffen die Pflichten aus § 15a Abs. 4 gemäß § 11 Abs. 1 weiterhin den Vorstand und nicht den Insolvenzverwalter (s. oben Rz. ■43), weil dieser allein die Aufgabe hat, die Masse zu verwalten, und damit nicht automatisch alle öffentlich-rechtlichen Pflichten auf ihn übergehen. Da er nicht Adressat der kapitalmarktrechtlichen Pflichten ist, verbleiben diese beim Vorstand der Gesellschaft<sup>5</sup>. Die dabei entstehenden Kosten gehen gemäß § 11 Abs. 1 zu Lasten der Masse<sup>6</sup>.

## 2. Die Pflicht zur Veröffentlichung

### a) Die Art der Veröffentlichung (§ 3a WpAIV)

Die dem Emittenten vom Meldepflichtigen übersandte Information ist an die Medien weiterzuleiten (§ 15 Abs. 4 Satz 1 Halbsatz 1 i.V.m. §§ 13, 3a Abs. 1 Satz 1 WpAIV, ■Text S.■). Dabei schreibt § 3a WpAIV dem Emittenten im Detail vor, wie er oder ein von ihm beauftragter Dienstleister (vgl. § 3a Abs. 4 WpAIV) sich zu verhalten haben. Mindestens einer der gewählten Informationkanäle muss geeignet sein, die Information in der gesamten Europäischen Union und in den übrigen Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum zu verbreiten. Diese Pflicht wird in § 3a Abs. 2 Satz 1 WpAIV konkretisiert. Nach § ■■■■

1 Unklar ist, warum *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 186, hierin einen Vorteil sieht.

2 Vgl. dazu ausführlich *Bednarz*, AG 2005, 835 ff.; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 75.

3 *Hagen-Eck/Wirsch*, DB 2007, 504 (508 f.).

4 RegE TUG, BT-Drucks. 16/2498, S. 33.

5 So bereits vor der gesetzgeberischen Klarstellung in § 11 auch schon BVerwG v. 13.4.2005 – 6 C 4/04, ZIP 2005, 1145 (1148), unter Hinweis auf eine Analogie zu § 55 Abs. 1 Nr. 1 InsO; anders noch VG Frankfurt v. 29.1.2004 – 9 E 4228/03 (V), ZIP 2004, 469; *Dehlinger*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl.■1. Aufl. 2005, § 11 Rz. 3 m.w.N.

6 A.A. etwa *Ott*, ZIP 2005, 1150 (1151 m.w.N.). ■Allerdings gab es da den § 11 noch nicht; daher Hinweis ergänzen, dass Meinung Ott zu alter Rechtslage galt■.



## § 15a

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

Nr. 1 WpAIV muss ein Informationskanal gewählt werden, der die Information **so rasch** und **so zeitgleich wie möglich** in allen Mitgliedstaaten der Europäischen Union und in den übrigen Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum aktiv verbreiten kann. Die Zahl der unterschiedlichen Medienarten und der eingesetzten Medien einer Medienart richten sich nach den Besonderheiten des Einzelfalls, also etwa der Aktionärsstruktur des Emittenten, dem Ort der Börsenzulassung und ggf. der Mehrfachzulassung. Ausweislich der Gesetzesmaterialien gehört zu einem solchen Medienkanal mindestens ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem, das bei Instituten weit verbreitet ist<sup>1</sup>. Weiterhin hatte der Gesetzgeber als geeignete Medien News Provider und Nachrichtenagenturen, die jeweils wichtigsten Printmedien auf nationaler und europäischer Ebene sowie entsprechende Internetseiten für den Finanzmarkt vor Augen<sup>2</sup>. Die mit dem TUG eingeführte Art der Verbreitung ist der bisherigen Veröffentlichung allein auf der Homepage des Emittenten (§ 15a Abs. 5 i.V.m. § 13 WpAIV a.F.) deutlich überlegen und stellt eine schnellere und gleichmäßigere Information der betroffenen Märkte sicher.

- 115 Nach § ■■■ Nr. 2 WpAIV ist der Emittent verpflichtet, den Text der Information so an die Medien zu senden, dass der Absender der Information sicher identifiziert werden kann. Es muss ein **hinreichender Schutz gegen unbefugte Zugriffe oder Veränderung der Daten** bestehen. Die **Vertraulichkeit** und Sicherheit der Übersendung ist durch die Art des genutzten Übertragungswegs oder durch eine Verschlüsselung der Daten nach dem Stand der Technik sicherzustellen. Übertragungsfehler oder Unterbrechungen müssen unverzüglich behoben werden. Um zu gewährleisten, dass der Empfänger um die Bedeutung der Nachricht weiß, verlangt § ■■■ Nr. 3 WpAIV, dass in der Nachricht an die Medien der Name des Veröffentlichungspflichtigen einschließlich seiner Anschrift, ein als Betreff erkennbares Schlagwort, das den wesentlichen Inhalt der Veröffentlichung zusammenfasst, sowie Tag und Uhrzeit der Übersendung und das Ziel, die Information als eine vorgeschriebene Information europaweit zu verbreiten, erkennbar ist. Fehlen solche Angaben, kann diese dazu führen, dass die Bedeutung der Nachricht verkannt und damit ihre Verbreitung damit verhindert wird. Durch die detaillierten Vorgaben zur Gestaltung der Nachricht an die Medien soll erreicht werden, dass der Empfänger die Nachricht nicht ignoriert oder diese beispielsweise aufgrund unzureichender Angaben in einem Spamfilter landet. Der Emittent muss das seinerseits Erforderliche tun, um die Nachricht auf den Weg zu bringen. Wird der Zugang aufgrund technischer Störungen im Verantwortungsbereich des Empfängers verhindert, fällt dies nicht in den Risikobereich des sendenden Emittenten (§ 3a Abs. 2 Satz 2 WpAIV). Daraus folgt im Umkehrschluss, dass dieser sehrwohl für technische Hindernisse beim Absenden der Nachricht eintreten muss. Wie § 3 Abs. 4 ■WpAIV?■ zeigt, bleibt der Emittent auch für die Erfüllung dieser Pflichten verantwortlich, wenn er einen externen Dienstleister zur Erfüllung seiner Pflichten aus § 15a einschaltet.
- 116 Die **Bundesanstalt** kann kontrollieren, ob der veröffentlichungspflichtige Emittent diese Vorgaben eingehalten hat. Zudem muss gewährleistet sein, dass die BaFin die Informationsströme nachvollziehen kann. Dies kann sich beispielsweise im Zuge von Ermittlungen wegen Insiderhandels als notwendig erweisen. Daher

<sup>1</sup> RegE TUG, BR-Drucks. 579/06, S. 112.

<sup>2</sup> RegE TUG, BR-Drucks. 579/06, S. 112.

muss der Emittent sechs Jahre lang in der Lage sein, der Bundesanstalt auf Nachfrage mitzuteilen, welche Person die Information an die Medien gesandt hat, welche Sicherheitsmaßnahmen für die Übersendung an die Medien eingesetzt wurden, an welchem Tag und zu welcher Uhrzeit die Übersendung an die Medien erfolgte und welche Mittel der Übersendung an die Medien verwendet wurden; kommt es zu einer Verzögerung der Veröffentlichung, sind die genauen Zeitabläufe zu dokumentieren und auf Nachfrage mitzuteilen.

#### b) Der Inhalt der Veröffentlichung (§ 12 WpAIV)

Die Veröffentlichung hat gemäß § 12 WpAIV ■Text S.■ folgende Angaben zu enthalten: 117

- die deutlich hervorgehobene Überschrift „Mitteilung über Geschäfte von Führungspersonen nach § 15a WpHG“,
- den Vor- und Familiennamen der mitteilungspflichtigen Person<sup>1</sup> und bei juristischen Personen den Namen des Mitteilungspflichtigen. Letzteres ist wichtig, damit das Pulikum verschiedene aufeinander folgende Geschäfte zuordnen kann<sup>2</sup>. Anders als bei der Mitteilung an den Emittenten und die BaFin (§ 10 Nr. 2 WpAIV) muss die Adresse, Telefonnummer und das Geburtsdatum nicht publiziert werden, um dem Persönlichkeitsrecht des Betroffenen Rechnung zu tragen<sup>3</sup>.
- den Namen und die Anschrift des Emittenten,
- die Angabe, ob der Mitteilende Führungsaufgaben bei dem Emittenten wahrnimmt oder eine Person ist, die mit einer solchen Person nach § 15a Abs. 3 in einer engen Beziehung steht,
- eine jeweils in einem Schlagwort zu formulierende Beschreibung der Position und des Aufgabebereichs der Person mit Führungsaufgaben,
- eine genaue Bezeichnung des Finanzinstruments, mit dem das Geschäft getätigt worden ist, einschließlich der internationalen Wertpapierkennnummer und
- eine genaue Beschreibung des Geschäfts mit Angaben zu Art des Geschäfts, insbesondere ob es sich um einen Kauf oder Verkauf handelt, zum Datum und Ort des Geschäftsabschlusses, zu Preis, Währung, Stückzahl und Geschäftsvolumen sowie zu Basisinstrument, Basispreis, Preismultiplikator und Fälligkeit bei Geschäften in Derivaten.

Es gelten die oben Rz. ■100 gemachten Anmerkungen entsprechend.

#### c) Die Sprache der Veröffentlichung

§ 3b WpAIV ■Text S.■ regelt die Sprache, in der die Information veröffentlicht werden muss bzw. kann. Die Regelung zeichnet sich durch eine recht komplexe Struktur aus. 118

1 Dies hält das VG Frankfurt v. 14.5.2004 – 9 E 1636/03 (2), WM 2004, 1923 ff. = AG 2004, 680 (zu § 15a a.F.) für verhältnismäßig. Zustimmend *Siller*, WuB I G 6 § 15a WpHG 1.05; a.A. *Lenenbach*, EWIR 2005, 235 f.

2 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 74.

3 Dies begrüßt *Koch*, DB 2005, 267 (274).

---

**§ 15a** Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■
**d) Der Frist der Veröffentlichung**

- 119 Die Veröffentlichung muss nach § 15a Abs. 4 Satz 1 unverzüglich, d.h. **ohne schuldhaftes Zögern** (§ 121 Abs. 1 Satz 1 BGB), erfolgen. Die **Frist beginnt** mit dem Zugang der Mitteilung über die Transaktion beim Emittenten. Das Tatbestandsmerkmal „unverzüglich“ unterscheidet sich von dem Rechtsbegriff „sofort“ (vgl. § 859 Abs. 3 BGB), der gleichbedeutend ist mit „so schnell wie objektiv möglich“. Mit dem Abstellen auf die Unverzüglichkeit wird dem Betroffenen also eine angemessene Frist zur Prüfung des Vorliegens der Tatbestandsvoraussetzungen und ggf. zur Einholung von Rechtsrat oder einer Auskunft der Bundesanstalt eingeräumt. Es verbleibt dem Emittenten zudem ausreichend Zeit, anhand der ihm zugänglichen Informationsquellen zu prüfen, ob die Mitteilung nicht eine Falschmeldung ist<sup>1</sup>. Steht die Mitteilungspflicht von vornherein völlig außer Frage, wäre jedes Zögern schuldhaft, und die Frist ist faktisch eine sofortige. Der Meldepflichtige muss substantiiert darlegen, dass er unverzüglich gehandelt hat<sup>2</sup>.

**e) Nachweis der Veröffentlichung**

- 120 Der Emittent ist nach § 15a Abs. 4 Satz 1 Halbsatz 1 verpflichtet, der BaFin die Veröffentlichung mitzuteilen. Dabei ist der Text der Veröffentlichung, die Medien, an die die Information gesandt wurde, sowie der genaue Zeitpunkt der Versendung an die Medien mitzuteilen (§§ 13a, 3c WpAIV, ■Text S.■). Die BaFin geht davon aus, dass der Beleg innerhalb von drei Tagen zu übermitteln ist (s. unten Rz. ■131 m.w.N.). Die in § 13a WpAIV enthaltene Bezugnahme auf § 15a Abs. 4 Satz 2 ist ein Redaktionsversehen, denn Satz 2 hat mittlerweile einen anderen Inhalt. Die WpAIV schweigt – im Gegensatz zu § 13 Abs. 2 Satz 1 WpAIV a.F. – zu der Frage, ob der Beleg auf dem Postweg, per Fax oder elektronisch übersandt werden darf. Man wird alle drei Arten für zulässig halten müssen. Möglich sein soll auch die Übersendung eines Screenshots oder funktionierenden Links<sup>3</sup>.

**f) Zusätzliche Veröffentlichung durch die BaFin**

- 121 Der BaFin steht nach § 13 WpAIV ■Text S.■ die Möglichkeit der Bekanntgabe der Information auf ihrer Homepage offen. Diese Möglichkeit nutzt sie auch<sup>4</sup>.

**3. Weiterleitung an das Unternehmensregister**

- 122 § 15 Abs. 4 Satz 1 Halbsatz 2 verpflichtet den Emittenten, die ihm übermittelte Information an das Unternehmensregister zur Speicherung weiterzuleiten. Der Inhalt der Eintragung in das Unternehmensregister richtet sich nach der für die Veröffentlichung geltenden Vorschrift des § 12 WpAIV (s. oben Rz. ■117)<sup>5</sup>. Der Pflicht zur Weiterleitung an das Unternehmensregister muss er unverzüglich (zu diesem Merkmal s. oben Rz. ■119) nachkommen. Allerdings darf die Nachricht an das

---

1 Rundschreiben der BaFin v. 27.6.2002 zu den Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten gemäß § 15a WpHG, AZ – WA 22 – W 2310 – 12/2002. Rechtspolitische Kritik an der deshalb oft langen Zeitspanne zwischen Geschäft und Veröffentlichung üben *Weiler/Tollkühn*, DB 2002, 1923 (1926 f.).

2 OLG München v. 16.11.1987 – 3 W 3109/87, WM 1988, 1408 (1409) (zu § 121 BGB).

3 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 79.

4 [www2.bafin.de/database/DealingsInfo/](http://www2.bafin.de/database/DealingsInfo/) (abgerufen am ■18.6.2008).

5 *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 195.

Unternehmensregister nicht vor der Veröffentlichung der Meldung erfolgen, um einem möglichen Insiderhandel vorzubeugen. Die Regelung in § 15 Abs. 4 Satz 1 Halbsatz 2 dient der Klarstellung, denn § 8b Abs. 1 Nr. 9 HGB enthält eine gleich lautende Pflicht<sup>1</sup>. Der BaFin steht eine Überwachungskompetenz zu und sie kann Anordnungen zur Durchsetzung der gesetzlichen Pflicht treffen, die geeignet und erforderlich sind (§ 8b Abs. 3 Satz 3, 5 HGB i.V.m. § 4 Abs. 3 Satz 1, 3, Abs. 7, Abs. 9, Abs. 10, §§ 7, 8 WpHG). Zudem steht ihr das Recht der Ersatzvornahme zu (§ 8b Abs. 3 Satz 4 HGB).

#### 4. Jährliches Dokument

Der Emittent ist verpflichtet, mindestens einmal jährlich ein Dokument zu veröffentlichen, das alle nach kapitalmarktrechtlichen Meldepflichten zur publizierenden Informationen zusammenfasst oder auf sie verweist, die der Emittent in den vorausgegangenen zwölf Monaten auf Grund veröffentlicht oder dem Publikum zur Verfügung gestellt hat<sup>2</sup>. Die nach § 15a Abs. 1, 4 zu machenden Angaben gehören hierzu (§ 10 Abs. 1 Satz 1 Nr. 1 WpPG). 123

Das jährliche Dokument ist entsprechend § 14 Abs. 2 WpPG zu veröffentlichen<sup>3</sup>. Außerdem hat es der Emittent nach der Offenlegung des Jahresabschlusses bei der BaFin zu hinterlegen (§ 10 Abs. 2 Satz 1 WpPG). Soweit das Dokument auf Angaben Bezug nimmt, ist anzugeben, wo diese zu erhalten sind (§ 10 Abs. 2 Satz 2 WpPG). § 10 Abs. 3 WpPG nimmt von der Verpflichtung zur Publizierung des jährlichen Dokuments Emittenten von Nichtdividendenwerten mit einer Mindeststückelung von 50000 Euro aus. 124

### VIII. Überwachung

Um die Einhaltung der Pflichten nach § 15a Abs. 1 und 4 überwachen zu können, kann die Bundesanstalt von den Meldepflichtigen sowie den beteiligten Wertpapierdienstleistungsunternehmen Auskünfte und die Vorlage von Unterlagen verlangen (§ 4 Abs. 3)<sup>4</sup>. Da der Finanzausschuss die Pflicht zur Mitteilung, welches Institut die Transaktion vorgenommen hat, gestrichen hat (s. oben Rz. ■101), kann die Bundesanstalt nur durch Nachfrage bei dem Meldepflichtigen erfahren, welches Wertpapierdienstleistungsunternehmen beteiligt war. Gesetzliche Auskunfts- oder Aussageverweigerungsrechte sowie gesetzliche Verschwiegenheitspflichten bleiben unberührt (§ 4 Abs. 3 Satz 3). Gemäß § 4 Abs. 9 kann der zur Erteilung einer Auskunft Verpflichtete die Auskunft auf solche Fragen verweigern, deren Beantwortung ihn selbst oder einen der in § 383 Abs. 1 Nr. 1 bis 3 der Zivilprozessordnung bezeichneten Angehörigen der Gefahr strafgerichtlicher Verfolgung oder eines Verfahrens nach dem Gesetz über Ordnungswidrigkeiten aussetzen würde. Der Verpflichtete ist über sein Recht zur Verweigerung der Auskunft zu belehren und darauf hinzuweisen, dass es ihm nach dem Gesetz freistehe, je- 125

1 RegE TUG, BR-Drucks. 579/06, S. 73.

2 Zu Einzelheiten *Hamann*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 10 WpPG Rz. 8 ff.

3 Dazu *Hamann*, in: Schäfer/Hamann, § 10 WpPG Rz. 18 ff.

4 Zu den Überwachungskompetenzen der BaFin *Schröder/Hansen*, Die Ermittlungsbefugnisse der BaFin nach § 44c KWG und ihr Verhältnis zum Strafprozessrecht, ZBB 2003, 113; *Schröder*, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 2007, Rz. 727 ff.

## § 15a Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

derzeit, auch schon vor seiner Vernehmung, einen von ihm zu wählenden Verteidiger zu befragen.

- 126 Während der üblichen Arbeitszeit ist Bediensteten der Bundesanstalt und den von ihr beauftragten Personen das Betreten der Grundstücke und Geschäftsräume der nach § 4 Abs. 3 auskunftspflichtigen Personen zu gestatten (§ 4 Abs. 4 Satz 1). Das Betreten außerhalb dieser Zeit oder das Betreten von Wohnungen ist ohne Einverständnis nur unter den in § 4 Abs. 4 Satz 2 genannten Bedingungen zulässig.
- 127 Die Bundesanstalt kann eine nach § 15a gebotene Mitteilung oder Veröffentlichung auf Kosten des Pflichtigen vornehmen, wenn die Veröffentlichungs- oder Mitteilungspflicht nicht, nicht richtig, nicht vollständig oder nicht in der vorgeschriebenen Weise erfüllt wird (**Möglichkeit der Ersatzvornahme** nach § 4 Abs. 6, s. auch Rz. ■?■103 a.E.).
- 128 Widerspruch und Anfechtungsklage gegen soeben geschilderte Maßnahmen nach § 4 Abs. 3, 4, 6 haben keine aufschiebende Wirkung (§ 4 Abs. 7).

## IX. Sanktionen

### 1. Bußgelder

#### a) Verstoß gegen die Mitteilungspflicht

- 129 Ein Verstoß gegen die Mitteilungspflicht des § 15a Abs. 1 Satz 1 und 2 und Abs. 4 Satz 1 (s. oben Rz. ■27 ff.) und die sie ergänzenden Pflichten aus den §§ 10 ff. WpAIV ■Text S.■ stellen eine **Ordnungswidrigkeit** nach § 39 Abs. 2 Nr. 2 lit. d dar, wobei sowohl die Führungsperson i.S. des § 15a Abs. 2 als auch die zu ihr in enger Beziehung stehende Person i.S. des § 15a Abs. 3 von der Bußgeldvorschrift erfasst werden. Als Zuwiderhandlung gilt die Nichtmeldung, die inhaltlich unrichtige Meldung, die unvollständige Meldung, die nicht rechtzeitige Meldung und die nicht in der vorgeschriebenen Art und Weise erfolgte Meldung gegenüber dem Emittenten und/oder der BaFin. Der Täter muss vorsätzlich oder leichtfertig<sup>1</sup> gehandelt haben. Das Bußgeld kann nach § 39 Abs. 4 bis zu 100 000 Euro betragen. Die Geldbuße soll gemäß § 17 Abs. 4 Satz 1 OWiG den wirtschaftlichen Vorteil, den der Täter aus der Ordnungswidrigkeit gezogen hat, übersteigen. Reicht das **gesetzliche Höchstmaß** hierzu nicht aus, so kann es überschritten werden (§ 17 Abs. 4 Satz 2 OWiG). Im Schrifttum wird vertreten, diese Vorschrift sei anzuwenden, wenn der Meldepflichtige bei größeren Directors' Dealings seine Pflichten aus § 15a Abs. 1 Satz 1 versäume<sup>2</sup>. Die Vorschrift des § 17 Abs. 4 Satz 2 OWiG ist jedoch nur anzuwenden, wenn der wirtschaftliche Vorteil unmittelbar oder nach anderer Ansicht zumindest mittelbar aus der Ordnungswidrigkeit erlangt wurde<sup>3</sup>. Dies ist nicht der Fall, da der Vorteil bereits mit dem Kauf/Verkauf der Aktien oder Derivate besteht und die Mitteilungspflicht lediglich an das bereits erfolgte Ge-

1 A. A. *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 80, der „leichtfertig“ mit „leicht fahrlässig“ gleichsetzt.

2 *Schuster*, ZHR 167 (2003), 193 (213).

3 Zum Meinungsbild unten *Vogel*, § 39 Rz. 54; *Lemke*, OWiG, 2. Aufl. 2005, § 17 OWiG Rz. 32; *König*, in: Göhler/König/Seitz, OWiG, 14. Aufl. 2006, § 17 OWiG Rz. 39 ff.; *Mitch*, in: Karlsruher Komm. OWiG, 3. Aufl., 2006, § 17 OWiG Rz. 177 f. sowie *Drathjer*, Die Abschöpfung rechtswidrig erlangter Vorteile im Ordnungswidrigkeitenrecht, 1996, S. 84 ff.

schäft anknüpft, ohne dessen Wirksamkeitsvoraussetzung zu sein<sup>1</sup>. Zu weiteren Einzelheiten vgl. die Kommentierung zu § 39.

#### b) Verstoß gegen die Veröffentlichungspflicht

Der Emittent ist verpflichtet, die Information nach § 15a Abs. 4 Satz 1 Halbsatz 1 und die ergänzenden Pflichten nach den §§ 10 ff. WpAIV zu veröffentlichen (s. oben Rz. ■114 ff.). Der Verstoß gegen die Veröffentlichungspflicht unterliegt dem Bußgeldtatbestand des § 39 Abs. 2 Nr. 5 lit. b. Als Zuwiderhandlung gilt die Nichtveröffentlichung, die inhaltlich unrichtige Veröffentlichung, die unvollständige Veröffentlichung, die nicht rechtzeitige Veröffentlichung und die nicht in der vorgeschriebenen Art und Weise erfolgte Veröffentlichung oder die nicht oder nicht rechtzeitige Nachholung der Veröffentlichung. Da bei § 15a keine Nachholungspflicht vorgesehen ist, betrifft diese Tatbestandsalternative allein die Ad-hoc-Publizität des § 15. Als Begehungsformen werden Vorsatz und Leichtfertigkeit erfasst. Das Bußgeld kann nach § 39 Abs. 4 bis zu 100 000 Euro betragen. Zu weiteren Einzelheiten vgl. die Kommentierung zu § 39. 130

#### c) Verstoß gegen die Pflicht zur Übersendung eines Belegs und zur Übermittlung der Information an das Unternehmensregister

Die Verletzung der Pflicht zur Übersendung des Belegs über die Veröffentlichung der Mitteilung nach § 15a Abs. 5 Satz 1 Halbsatz 1 i.V.m. §§ 13a, 3c WpAIV (s. oben Rz. ■120) an die Bundesanstalt stellt eine Ordnungswidrigkeit nach § 39 Abs. 2 Nr. 6 dar. Als Zuwiderhandlung gelten die Nichtübersendung und die nicht rechtzeitige Übersendung des Belegs. Eine solche wird vorliegen, wenn der Beleg erst nach Ablauf von drei Werktagen eingeht<sup>2</sup>. Als Begehungsformen werden Vorsatz und Leichtfertigkeit erfasst. 131

Der Emittent ist weiterhin verpflichtet, die Information an das Unternehmensregister zu übermitteln (§ 15a Abs. 5 Satz 1 Halbsatz 2). Die Verletzung dieser Pflicht unterfällt ebenfalls dem Tatbestand der § ■■■ Nr. 6 ■■ („eine Information ... nicht oder nicht rechtzeitig übermittelt“). Als Zuwiderhandlung gelten auch hier die Nichtübersendung und die nicht rechtzeitige Übermittlung. Da der Emittent die Übermittlung an das Unternehmensregister erst vornehmen darf, wenn die Information veröffentlicht ist, stellt sich die Frage, ob auch eine zu frühe Übermittlung an das Unternehmensregister eine Ordnungswidrigkeit darstellt. Die Formulierung „nicht rechtzeitig“ umfasst sowohl die verspätete als auch die vorzeitige Mitteilung, so dass der objektive Tatbestand bei einer vorzeitigen Übermittlung vorliegt. 132

Das Bußgeld kann nach § 39 Abs. 4 bis zu 200 000 Euro betragen. Die mit dem TUG vorgenommene Erhöhung<sup>3</sup> des Bußgelds von 50 000 auf 200 000 soll dazu dienen, die für den Kapitalmarkt wichtige Übermittlungspflicht an das Unterneh- 133

1 *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 200 f.; unten *Vogel*, § 39 Rz. 54; *Veil*, ZGR 2005, 155 (168 f.).

2 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 81 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)); *Süßmann*, in: *Park*, *Kapitalmarktstrafrecht*, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2004, S. 670 Rz. 37, unter Hinweis auf OLG Frankfurt v. 22.4.2003 – WpÜG-OWi 3/02, NJW 2003, 2111 f. (zum WpÜG); *Heinrich*, in: *KölnKomm. WpHG*, § 15a Rz. 79.

3 Dies übersieht *Osterloh*, *Directors' Dealings*, S. 200.



**§ 15a**

## Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

mensregister effektiv durchzusetzen<sup>1</sup>. Diese Begründung überzeugt nicht. Zum einen ist die Veröffentlichungspflicht genauso wichtig, wie die Pflicht zur Übermittlung an das Unternehmensregister; sie wird aber nur mit einem Bußgeld von 100000 Euro bebußt (s. oben Rz. ■130). Zum anderen erfasst § ■■■■Nr. 6 auch die Pflicht zur Übersendung eines Belegs an die BaFin, die lediglich der Kontrolle der BaFin dient und daher als bloße Folgepflicht bei weitem nicht so wichtig ist wie die unmittelbare Information des Marktes selbst. Dennoch beträgt hier der Bußgeldrahmen auch 200000 Euro. Man gewinnt den Eindruck, als habe sich der Gesetzgeber in dem von ihm geschaffenen Dickicht von Bußgeldvorschriften selbst verirrt. Denn § 39 zeichnet sich durch eine extreme Unübersichtlichkeit aus, die durch die letzten Reformen immer weiter zugenommen hat. Bei der Bemessung des Bußgelds ist daher zu berücksichtigen, dass die Pflicht zur Übersendung des Belegs weit weniger wichtig ist als die Pflicht zur Übermittlung der Information an das Unternehmensregister. Zu weiteren Einzelheiten vgl. die Kommentierung zu § 39.

**d) Verstoß gegen die Pflicht zur Veröffentlichung des jährlichen Dokuments**

- 134 Verstößt der Emittent vorsätzlich oder leichtfertig gegen die Pflicht zur Veröffentlichung des jährlichen Dokuments, liegt eine Ordnungswidrigkeit nach § 30 Abs. 1 Nr. 4 WpPG vor. Als Tathandlung sind die unterlassene, nicht richtige, nicht vollständige, nicht in der vorgeschriebenen Weise oder nicht rechtzeitig zur Verfügung gestellte Publikation des jährlichen Dokuments oder unterlassene oder nicht rechtzeitige Hinterlegung dieses Dokuments erfasst. Das Bußgeld kann nach § 30 Abs. 3 WpPG bis zu 50000 Euro betragen.

**e) Verstoß gegen eine vollziehbare Anordnung**

- 135 Wird vorsätzlich oder fahrlässig gegen eine vollziehbare Anordnung nach § 4 Abs. 3 (s. oben Rz. ■125 f.) verstoßen, erfüllt dies den Bußgeldtatbestand des § 39 Abs. 3 Nr. 1 lit. a. Das Bußgeld kann nach § 39 Abs. 4 bis zu 50000 Euro betragen. Zu weiteren Einzelheiten vgl. die Kommentierung zu §§ 4 und 39.

**2. Strafrechtliche Sanktionen**

- 136 Im Übrigen können vorsätzliche Verletzungen der Pflichten aus § 15a im Einzelfall durchaus **Marktmanipulationen** nach § 20a darstellen, die nach §§ 38 Abs. 2, 39 Abs. 1 Nrn. 1 und 2 strafbewehrt sind<sup>2</sup>.

**3. Naming and shaming**

- 137 Die BaFin darf unanfechtbar festgestellte Verstöße gegen § 15a auf ihrer Homepage veröffentlichen, soweit dies zur Beseitigung von Missständen oder zu deren Verhinderung geeignet und erforderlich ist (§ 40b Satz 1). Es greift jedoch das Grundrecht auf informationelle Selbstbestimmung ein, weshalb eine Abwägung der be-

<sup>1</sup> RegE TUG, BT-Drucks. 16/2498, S. 47 (zu Buchstabe c).

<sup>2</sup> Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 2007, Rz. 474; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 81.

troffenen Rechtsgüter notwendig ist<sup>1</sup>. Denn die im anglo-amerikanischen Recht unter dem Schlagwort „naming and shaming“ bekannte Maßnahme hat indirekten Sanktionscharakter.

#### 4. Zivilrechtliche Sanktionen

##### a) § 134 BGB

Da es sich bei § 15a nicht um ein **gesetzliches Verbot**, sondern um eine Publizitätspflicht handelt, die lediglich an bereits geschlossene zivilrechtliche Verträge anknüpft, führt ein Verstoß gegen § 15a nicht zu einer Nichtigkeit der Transaktion nach § 134 BGB. 138

##### b) Haftung aus §§ 37b, 37c

Eine Haftung nach den §§ 37b, 37c scheidet aus, weil diese Normen nur bei einer Verletzung des § 15 eingreifen<sup>2</sup>. 139

##### c) Deliktische Haftung

Die Frage, ob ein Verstoß gegen § 15a **Schadensersatzansprüche** auslöst, hat der Gesetzgeber nicht ausdrücklich entschieden. Anhaltspunkte ergeben sich jedoch aus den Gesetzesmaterialien zur Regelung des § 15 Abs. 6 und der §§ 37b, 37c. Dort findet sich die Aussage, dass die Ad-hoc-Publizität allein den Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts betrifft und § 15 daher **nicht als Schutzgesetz** i.S. des § 823 Abs. 2 BGB zu begreifen sei<sup>3</sup>. Auf Grund seiner Funktion und systematischen Stellung wird man im Hinblick auf § 15a zu dem gleichen Ergebnis kommen müssen. Die Publizitätspflicht entfaltet Indikatorfunktion und soll Insiderhandel vorbeugen (s. oben Rz. ■10 ff.). Anhaltspunkte dafür, dass bei § 15a auch ein Individualschutz bezweckt war, sind nicht ersichtlich<sup>4</sup>. Gleiches muss für den Verstoß gegen § 10 WpPG gelten<sup>5</sup>. 140

Ein Verstoß gegen § 15a kann jedoch durchaus Ansprüche nach **§ 826 BGB** auslösen. Wie auch § 15 Abs. 6 Satz 2 für die Ad-hoc-Publizität klarstellt, kann sich ein geschädigter Anleger stets auf diesen allgemeinen Schadensersatzanspruch berufen. Wenn der Gesetzgeber schon innerhalb der sehr restriktiven Regelung des § 15 Abs. 6 klarstellt, dass Schadensersatzansprüche aus § 826 BGB unberührt bleiben, muss dies erst recht für § 15a gelten<sup>6</sup>. 141

1 RegE AnSVG, BT-Drucks. 15/3174, S. 41; Holzborn/Israel, WM 2004, 1948 (1949 f.); Osterloh, Directors' Dealings, S. 201.

2 Ebenso Zimmer, in: Schwark, § 15a WpHG Rz. 47.

3 Begr. RegE des 4. FFG, BT-Drucks. 14/8017, S. 87.

4 Fischer zu Cramburg/Royé, in: Heidel, § 15a WpHG Rz. 9; Fischer zu Cramburg/Hannich, Directors' Dealings, S. 57; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 82; Kümpel, Bank- und Kapitalmarktrecht, 3. Aufl. 2004, Rz. 16.356; Osterloh, Directors' Dealings, S. 202 f.; Przewlocka, S. 42; Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 22; Schuster, ZHR 167 (2002), 193 (214 f.); Zimmer, in: Schwark, § 15a WpHG Rz. 47; offen gelassen bei Holzborn/Foelsch, NJW 2003, 932 (937 f.); Fleischer, ZIP 2002, 1217 (1228).

5 Ebenso Hamann, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 10 WpPG Rz. 23.

6 Fischer zu Cramburg/Royé, in: Heidel, § 15a WpHG Rz. 10; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 82; Osterloh, Directors' Dealings, S. 202; Przewlocka, S. 42; Schäfer, in:

**d) Verletzung des Deutschen Corporate Governance Kodex**

- 142 Auf Grund von Ziff. 6.6. des **Deutschen Corporate Governance Kodex**<sup>1</sup> muss der Emittent bestimmte Angaben zu Directors' Dealings machen (dazu unten Rz. ■154 ff.). Soweit ein Verstoß gegen den Kodex überhaupt zu einer Haftung führt<sup>2</sup>, greift diese dann auch bei einem Verstoß gegen Ziff. 6.6. des Kodex ein<sup>3</sup>.

**e) Entwurf eines Kapitalmarktinformativhaftungsgesetzes**

- 143 Der Entwurf des Kapitalmarktinformativhaftungsgesetzes<sup>4</sup> sah in § 37a WpHG-E eine Haftungsregelung vor, die auch fehlerhafte Meldungen über Directors' Dealings erfasst hätte. § 37a WpHG-E lautete: „Wer als Emittent von Finanzinstrumenten, die an einer inländischen Börse zum Handel zugelassen sind oder für die er eine solche Zulassung beantragt hat, in öffentlichen Bekanntmachungen oder Mitteilungen über geschäftliche Verhältnisse, die zur Erstellung von Finanzanalysen oder für einen größeren Kreis von Personen bestimmt sind, unrichtige Angaben über Umstände macht, die für die Bewertung dieses Finanzinstruments erheblich sind, oder solche Umstände entgegen bestehenden Rechtsvorschriften verschweigt, haftet nach Maßgabe der folgenden Bestimmungen auf Schadensersatz, wenn die Angaben oder das Verschweigen geeignet sind, auf den Börsenpreis des Finanzinstruments einzuwirken, es sei denn, dass er die Unrichtigkeit der Angabe nicht gekannt hat und die Unkenntnis oder das Verschweigen nicht auf Vorsatz oder grober Fahrlässigkeit beruht. Für mündliche Erklärungen haftet der Emittent nur, wenn diese in Ansprachen oder Auskünften im Rahmen der Hauptversammlung oder einer vom Emittenten veranlassten Informationsveranstaltung abgegeben werden.“ Die Absätze 2 bis 7 des § 37a WpHG-E sahen eine Haftung auch der Organmitglieder vor. Die Anwendung der geplanten Vorschrift auf fehlerhafte Mitteilungen über Directors' Dealings offenbarte zahlreiche praktische Schwierigkeiten<sup>5</sup>. Auf diese ist nicht näher einzugehen, da der Entwurf des KapInHaG nach massiver Kritik aus dem Schrifttum und der Praxis am 10.11.2004 vom Bundesfinanzministerium zurückgezogen wurde<sup>6</sup>.

Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 23; Schuster, ZHR 167 (2002), 193 (215); Zimmer, in: Schwark, § 15a WpHG Rz. 47.

1 Die aktuelle Fassung ist abrufbar unter [www.corporate-governance-code.de](http://www.corporate-governance-code.de).

2 Wie weit diese reicht, ist im Einzelnen streitig, vgl. *Abraham*, Ansprüche wegen Verstoßes gegen § 161 AktG oder den Deutschen Corporate Governance Kodex – Ein Literaturbericht, ZBB 2003, 41 ff.; *Marsch-Barner*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 2 Rz. 72; *Semler*, in: MünchKomm. AktG, ■. Aufl. ■, § 161 AktG Rz. 187 ff.; *Steinat*, Comply or Explain – Die Akzeptanz von Corporate Governance Kodizes in Deutschland und Großbritannien, Beiträge zum Transnationalen Wirtschaftsrecht, hrsg. v. Tietje/Kraft/Sethe, Heft 39, 2005, S. 10 ff. jeweils m.w.N.

3 *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■1. Aufl. 2005, § 15 Rz. 24.

4 Erster Entwurf eines Gesetzes zur Verbesserung der Haftung für falsche Kapitalmarktinformativungen (Kapitalmarktinformativhaftungsgesetz – KapInHaG) v. 16.8.2004 (unveröffentlicht) und Zweiter Entwurf v. 7.10.2004 (abgedruckt in NZG 2004, 1042 ff.).

5 *Veil*, ZGR 2005, 155 (166 f.).

6 Vgl. dazu unten §§ 37b, 37c Rz. ■26 ff. m.w.N.

**f) Gewinnabschöpfungsanspruch**

Rechtspolitisch wird die Frage diskutiert, ob man einen Gewinnabschöpfungsanspruch für jede Form der Directors' Dealings einführen soll<sup>1</sup> oder zumindest für Fälle, in denen Führungspersonen gegen die Mitteilungspflichten des § 15a verstoßen haben<sup>2</sup>. Eine generelle Gewinnabschöpfung erscheint unverhältnismäßig, da man damit die gewünschte Bindung der Organmitglieder an das Unternehmen verhindert (dazu oben Rz. ■17)<sup>3</sup>. Für den Weg einer Gewinnabschöpfung bei Verstößen gegen § 15a spricht allenfalls, dass sich die Bußgelder als wenig wirksame Sanktion erweisen, wenn etwa Organmitglieder eine Lock-up-Vereinbarung brechen und „Kasse machen“<sup>4</sup>. Das Bußgeld wird im Vergleich zu den erzielten Veräußerungsgewinnen oft vergleichsweise gering ausfallen<sup>5</sup>. Dies allein rechtfertigt jedoch keine Verschärfung des § 15a, sondern spricht für wirksame Vertragsstrafen bei Lock-up-Vereinbarungen. 144

**X. Verhältnis des § 15a zu weiteren Publizitätspflichten innerhalb und außerhalb des WpHG**

Innerhalb und außerhalb des Wertpapierhandelsgesetzes finden sich zahlreiche Regelungen, die eine Veröffentlichung von Erwerbs- und Veräußerungsvorgängen oder die Angabe der genauen Höhe des Anteilsbesitzes von Verwaltungsmitgliedern vorsehen. 145

**1. Ad-hoc-Publizität (§ 15)**

Die Pflichten zur Mitteilung und Veröffentlichung der Directors' Dealings aus § 15a und die Pflicht zur Meldung von Ad-hoc-Mitteilungen nach § 15 bestehen **grundsätzlich nebeneinander**, da sich die Tatbestände von ihren Voraussetzungen und der Art und Weise der Herstellung von Publizität deutlich unterscheiden<sup>6</sup>. So ist beispielsweise bei einer Änderung der Beteiligungsstruktur am Emittenten (z.B. Paketverkauf eines Vorstandsmitglieds) sowohl eine Ad-hoc-Mitteilung als auch ein Meldung der Directors' Dealings notwendig<sup>7</sup>. 146

**2. Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten bei Veränderungen des Stimmrechtsanteils (§§ 21 ff.)**

Eine Meldepflicht für den Anteilsbesitz selbst ergibt sich – sofern die Schwellenwerte überschritten sind – aus den §§ 21 ff., 25. Die §§ 21 ff. sind keineswegs *lex specialis* zu den §§ 15, 15a; vielmehr sind beide Regelungsbereiche auf Grund ihrer jeweils eigenen Zielsetzung, die sich auch in unterschiedlichen Tatbestands- 147

1 Vgl. etwa *Baums*, Anlegerschutz und Neuer Markt, ZHR 166 (2002), 375 (379).

2 *Veil*, ZGR 2005, 155 (190 ff.).

3 Zu Recht skeptisch *Veil*, ZGR 2005, 155 (188 ff.); *Schuster*, ZHR 167 (2002), 193 (212 f.).

4 So auch *Veil*, ZGR 2005, 155 (190 ff.).

5 *Veil*, ZGR 2005, 155 (168 f.), belegt, dass das Ordnungswidrigkeitenrecht hier eine Schwachstelle aufweist; a.A. *Schuster*, ZHR 167 (2002), 193 (213).

6 Ebenso oben *Assmann*, § 15 Rz. 96; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 6. Missverständlich *Möllers*, in: Möllers/Rotter, Ad-hoc-Publizität, 2003, § 72 Rz. 29, der die Pflichten aus § 15 und § 15a als nebeneinander bestehend begreift, § 15a gleichwohl als *lex specialis* zu § 15 bezeichnet.

7 *Gunßer*, Ad-hoc-Publizität, S. 167 f.

## § 15a Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

voraussetzungen (insbesondere in unterschiedlichen Zeitvorgaben für eine Meldung) niederschlägt, **nebeneinander anzuwenden**<sup>1</sup>.

### 3. Publizitätspflichten bei der Börsenzulassung

- 148 Eng mit dem in § 15a verfolgten Ziel einer Erhöhung der Markttransparenz verknüpft ist die Regelung der § 32 Abs. 3 Nr. 2 BörsG, § 7 WpPG<sup>2</sup> i.V.m. Anhang I Nr. 15.1 der VO EG Nr. 809/2004<sup>3</sup>. Danach ist die Vergütung der Mitglieder der Verwaltungs-, Management- oder Aufsichtsorgane, der persönlich haftenden Gesellschafter einer Kommanditgesellschaft auf Aktien, der Gründer, wenn es sich um eine Gesellschaft handelt, die seit weniger als fünf Jahren besteht, und bestimmter Mitglieder des oberen Managements offen zu legen. Angegeben werden muss der Betrag der gezahlten Vergütung (einschließlich etwaiger erfolgsgebundener oder nachträglicher Vergütungen) und Sachleistungen, die diesen Personen von der emittierenden Gesellschaft und ihren Tochterunternehmen für Dienstleistungen jeglicher Art gezahlt oder gewährt werden, die der emittierenden Gesellschaft oder ihren Tochtergesellschaften von einer jeglichen Person erbracht wurden. Nach Anhang I Nr. 17.2 sind in Bezug auf die genannten Personen so aktuelle Informationen wie möglich über ihren Aktienbesitz und etwaige Optionen auf Aktien der emittierenden Gesellschaft beizubringen. Nach Anhang III Nr. 5. 2. 2 muss – soweit dies dem Emittenten bekannt ist – bei der Emission neuer Aktien angegeben werden, ob einige Hauptaktionäre oder Mitglieder der Management-, Aufsichts- oder Verwaltungsorgane des Emittenten an der Zeichnung teilnehmen wollen oder ob Personen mehr als 5 % des Angebots zeichnen wollen. Diese Regelung unterscheidet sich von § 15a. Dieser erfasst nur bestimmte Veränderungen des Aktien- und Derivatebestands der Führungsebene des Emittenten, während Anhang I Nr. 15.1 bereits die Gewährung von Optionen und Nr. 17.2 die Offenlegung des Anteilsbesitzes erfasst. Die Vorschriften stehen daher in **keinem Spezialitätsverhältnis** und sind völlig eigenständig anzuwenden<sup>4</sup>.

### 4. Übernahmerecht

- 149 Nach §§ 34, 10 Abs. 6 WpÜG gilt die Ad-hoc-Publizität des § 15 nicht für Entscheidungen zur Abgabe eines Angebots nach dem WpÜG. Da sich diese Regelung des Konkurrenzverhältnisses von Übernahmerecht und Wertpapierhandelsrecht ausdrücklich nur auf § 15 bezieht, wird man im Umkehrschluss<sup>5</sup> feststellen müssen, dass es keinen generellen Vorrang des Übernahmerechts vor § 15a gibt. Hierfür spricht auch der Umstand, dass die jeweils verfolgten Schutzzwecke unterschiedlich sind<sup>6</sup>. Erwirbt also beispielsweise der Bieter von einer Person mit

1 *Fleischer*, ZIP 2002, 1217 (1229). Einzelheiten unten bei Vor § 21 Rz. ■34 ff.

2 Gesetz zur Umsetzung der Richtlinie 2003/71/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v. 4.11.2003 betreffend den Prospekt, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei deren Zulassung zum Handel zu veröffentlichen ist, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Prospektrichtlinie-Umsetzungsgesetz) v. 22.6.2005, BGBl. I 2005, 1698.

3 VO EG Nr. 809/2004 v. 29.4.2004, ABl. EG Nr. L 215 v. 16.6.2004, S. 61.

4 Ebenso *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 8.

5 Dass kein Erst-Recht-Schluss angebracht ist, zeigt sich daran, dass der Gesetzgeber die Regelung des § 10 Abs. 6 WpÜG ihrerseits als eng auszulegende Ausnahme ansieht, vgl. RegE WpÜG, BT-Drucks. 574/01, S. 97.

6 Ausführlich *Gunßer*, Ad-hoc-Publizität, S. 165 ff.

Führungsaufgaben der börsennotierten Zielgesellschaft ein Aktienpaket, wird durch den Verkauf grundsätzlich die Pflicht zur Veröffentlichung der Directors' Dealings ausgelöst. Dies gilt selbst dann, wenn der Kauf noch unter der Bedingung der späteren Angabe eines Übernahmeangebots steht (s. oben Rz. ■73).

Hiervon wird man allerdings für den Fall eine Ausnahme machen müssen, dass der **Paketerwerb Teil einer Gesamtstrategie** des Bieters auf Übernahme der **börsennotierten Zielgesellschaft** ist, der Bieter aber das Übernahmeangebot noch nicht abgeben muss, weil die endgültige Entscheidung über die Übernahme noch aussteht. Würde man hier eine Veröffentlichung der – ebenfalls noch nicht endgültigen – Directors' Dealings verlangen, würde dies Gerüchte am Markt auslösen und Spekulationen anheizen, obwohl die Übernahme noch nicht spruchreif ist. Das wiederum beeinträchtigt bei einem freundlichen Übernahmeangebot die berechtigten Interessen der Zielgesellschaft und die Interessen des Bieters. Zudem würde der Markt irritiert, da die endgültige Entscheidung tatsächlich noch aussteht. § 15a sieht für diesen Fall keinen Befreiungstatbestand vor. Wenn ein solcher Vorgang nach § 15 Abs. 3 von einer Veröffentlichung befreit ist, also eine Abwägung der Interessen der Zielgesellschaft mit denen des Anlegerpublikums ergibt, dass das Interesse des Publikums zurücktreten muss<sup>1</sup>, kann diese Wertung nicht dadurch konterkariert werden, dass die Geschäfte einer Person mit Führungsaufgaben veröffentlicht werden müssen. Der Tatbestand des **§ 15 Abs. 3** ist in diesem Fall **analog** anzuwenden<sup>2</sup> und die Pflichten nach § 15a Abs. 4 Satz 1 ruhen, solange zugunsten der Zielgesellschaft der Befreiungstatbestand des § 15 Abs. 3 vorliegt. Nicht berührt wird hingegen die Mitteilungspflicht nach § 15a Abs. 1, so dass die BaFin über alle Umstände im Bilde ist und in der Lage versetzt wird, ggf. Insiderhandel im Vorfeld des Paketerwerbs zu verfolgen<sup>3</sup>. Die Analogie zu § 15 Abs. 3 bezieht daher nur auf die Veröffentlichungspflicht nach § 15a Abs. 4 Satz 1. Am Rande angemerkt sei, dass mit dieser Lösung zugleich gewährleistet wird, dass der Paketverkäufer die in solchen Fällen in der Praxis übliche Verschwiegenheitsvereinbarung einhalten kann. Eine solche Vereinbarung kann zwar nicht Maßstab für die Auslegung des Aufsichtsrechts sein. Wenn es aber – gestützt auf aufsichtsrechtliche Erwägungen – zu einem Gleichlauf von Aufsichtsrecht und Parteiinteressen kommt, ist dies sicherlich zu begrüßen.

Kann der **börsennotierte Bieter** den Tatbestand des § 15 Abs. 3 für sich in Anspruch nehmen<sup>4</sup>, stellt sich die Anschlussfrage, welche Auswirkungen dies auf Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten einer ebenfalls börsennotierte Zielgesellschaft hat. Erfährt diese von der hinreichend konkreten Übernahmeabsicht und einem Paketverkauf einer ihrer Führungsperson an den Bieter, müsste sie diese Informationen nach § 15 bzw. § 15a veröffentlichen. Zu Recht wird in diesem Fall eine teleologische Extension des § 15 Abs. 3 bejaht, so dass die Zielgesellschaft berechtigt und verpflichtet ist, von einer Ad-hoc-Meldung<sup>5</sup> und der Veröffentlichung der Directors' Dealings<sup>6</sup> abzusehen, solange der Bieter § 15 Abs. 3 in

1 Oben Assmann, § 15 Rz. 153.

2 Gunßer, Ad-hoc-Publizität, S. 174 ff., 216, der nachweist, dass die Regelungszwecke des § 15a in diesem Fall nicht einschlägig sind. Ebenso Assmann, Titel, ZHR 172 (2008).

3 Gunßer, Ad-hoc-Publizität, S. 180 f.

4 Hierzu ausführlich oben Assmann, § 15 Rz. 153.

5 Oben Assmann, § 15 Rz. 154; Gunßer, Ad-hoc-Publizität, S. 141 f., 162 f.

6 Gunßer, Ad-hoc-Publizität, S. 180, 216 f.



## § 15a Mitteilung von Geschäften, Veröffentlichung und Übermittlung an das ■

Anspruch nehmen kann. Ansonsten würde der Befreiungstatbestand des § 15 Abs. 3 für den Bieter leer laufen.

- 152 Nach § 27 Abs. 1 Satz 2 Nr. 4 WpÜG müssen die Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats, soweit sie Inhaber von Wertpapieren der Zielgesellschaft sind, mitteilen, ob sie das Angebot des Bieters annehmen wollen. Die Vorschrift verfolgt eine andere Zielsetzung als § 15a, da die übrigen Aktionäre der Zielgesellschaft aus der Verkaufsabsicht der Organmitglieder ihre Schlußfolgerungen ziehen können. Anders als bei § 15a ist bereits die Verkaufsabsicht mitteilungs-pflichtig. Beide Vorschriften sind daher **nebeneinander anzuwenden**<sup>1</sup>.

### 5. Aufsichtsrechtliche Pflichten

- 153 Zu den aufsichtsrechtlichen Anzeigepflichten bei Erwerb einer bedeutenden Beteiligung an einem Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut sowie einer Versicherung vgl. unten Vor § 21 Rz. ■65 ff. Zu den Pflichten der Führungspersonen von Wertpapierdienstleistungsunternehmen nach § 33 und nach den Mitarbeiterleit-sätzen vom 7.6.2000 vgl. § 33.

### 6. Gesellschaftsrechtliche Regelungen

- 154 Der am 26.2.2002 publizierte und am ■■.2008 letztmals aktualisierte **Deutsche Corporate Governance Kodex**<sup>2</sup> enthält in Ziff. ■6.6 eine Regelung über Directors' Dealings: „Über die gesetzliche Pflicht zur unverzüglichen Mitteilung und Veröffentlichung von Geschäften in Aktien der Gesellschaft hinaus, soll der Besitz von Aktien der Gesellschaft oder sich darauf beziehender Finanzinstrumente, von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern angegeben werden, wenn er direkt oder indirekt größer als 1 % der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien ist. Übersteigt der Gesamtbesitz aller Vorstands- und Aufsichtsratsmitglieder 1 % der von der Gesellschaft ausgegebenen Aktien, soll der Gesamtbesitz getrennt nach Vorstand und Aufsichtsrat angegeben werden. Die vorgenannten Angaben sollen im Corporate Governance Bericht enthalten sein.“

1 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15a Rz. 7.

2 Die aktuelle Fassung ist abrufbar unter [www.corporate-governance-code.de](http://www.corporate-governance-code.de). Zum Kodex etwa *Assmann*, Corporate Governance im Schnittfeld von Gesellschaftsrecht und Kapitalmarkt-recht, in: FS Kümpel, 2003, S. 1 ff.; *Claussen/Bröcker*, Der Corporate Governance Kodex aus der Perspektive der kleinen und mittleren Börsen-AG, DB 2002, 1199; *Ettinger/Grützediek*, Haftungsrisiken im Zusammenhang mit der Abgabe der Entsprechenserklärung gemäß § 161 AktG, AG 2003, 353; *Gelhausen/Hönsch*, Folgen der Änderung des Deutschen Corporate Governance Kodex für die Entsprechenserklärung, AG 2003, 367; *Gruson/Kubicek*, Der Sarbanes-Oxley Act, Corporate Governance und das deutsche Aktienrecht, AG 2003, 337 (I), 393 (II); *Lenenbach*, Kapitalmarkt- und Börsenrecht, Rz. 13.88 ff.; *Peltzer*, Deutsche Corporate Governance, 2. Aufl. 2004; *Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder*, Deutscher Corporate Governance Kodex, 3. Aufl. 2008, S. 1 ff.; *Ruhnke*, Prüfung der Einhaltung des Deutschen Corporate Governance Kodex durch den Abschlussprüfer, AG 2003, 371; *Seibert*, Der Deutsche Corporate Governance Kodex ist da!, BB 2002, 581; *Seibt*, Deutscher Corporate Governance Kodex und Entsprechens-Erklärung (§ 161 AktG-E), AG 2002, 249; *Ulmer*, Der deutsche Corporate Governance Kodex – ein neues Regulierungsinstrument für börsennotierte Aktiengesellschaften, ZHR 2002 (166), 150; v. *Werder*, Der Deutsche Corporate Governance Kodex – Grundlagen und Einzelbestimmungen, DB 2002, 801.

Eine Angabe des Einzelbesitzes der Organmitglieder ist nur erforderlich, wenn dieser größer als 1 % ist. Durch die Formulierung „direkt oder indirekt“ wird den Organmitgliedern auch der Besitz naher Angehöriger zugerechnet<sup>1</sup>. Der Kodex geht über die Pflichten nach § 15a hinaus, der nur die Angabe der einzelnen Transaktionen erfordert. Der Gesamtbestand ist nicht zu publizieren, sofern nicht die Meldeschwellen des § 21 Abs. 1 Satz 1 erreicht werden. Die Regelung des Kodex senkt für Organmitglieder also die Meldeschwelle auf 1 %. Sie soll außerdem bewirken, dass sämtliche Directors' Dealings des letzten Geschäftsjahres zusammengefasst aufgeführt werden<sup>2</sup>. Diese Publizitätsverpflichtung ergänzt die des § 10 WpPG, wonach jährlich ein Dokument mit allen *gesetzlichen* Meldungen zu publizieren ist.

Mit der Ziff. 6.6 wird eine so genannte **Empfehlung** ausgesprochen, von der die Gesellschaften abweichen können. Sie sind in diesem Fall jedoch verpflichtet, den Umstand, dass sie vom Kodex abweichen, offen zu legen. Denn der Kodex begründet keine Verpflichtung zur Einhaltung seiner Empfehlungen, sondern gemäß der Präambel des Kodex allein die Pflicht, im jährlichen Turnus zu erklären, ob und inwieweit die Gesellschaft dem Kodex folgt („**comply or explain**“). Die Erklärung ist auf Grund von § 161 AktG von jeder börsennotierten Gesellschaft abzugeben, im Internet zu veröffentlichen und gemäß §§ 285 Nr. 16, 314 Abs. 1 Nr. 8, 325 Abs. 1 Satz 1 HGB<sup>3</sup> in den Jahresabschluss und ggf. den Konzernabschluss aufzunehmen. Allerdings bereitet den Prüfern der Umstand Schwierigkeiten, dass die nach § 15a und nach Ziff. 6.6 des Kodex mitteilungspflichtigen Personen ihre Aktiengeschäfte als Privatleute getätigt haben und sie nicht nach § 320 HGB zur Mitwirkung an der Anschlussprüfung oder zur Auskunft verpflichtet sind<sup>4</sup>.

## 7. Bilanzrechtliche Vorschriften

Nach § 285 Satz 1 Nr. 9 lit. a und b HGB sind die Gesamtbezüge der Organmitglieder und damit auch Bezugsrechte anzugeben, es sei denn, die Ausnahmenvorschrift des § 286 Abs. 4 HGB greift ein. Der Gesetzgeber hat § 285 Satz 1 Nr. 9 lit. a HGB ■passt heute nicht mehr■jüngst dahingehend verschärft<sup>5</sup>, dass börsennotierte Aktiengesellschaften zusätzlich unter Namensnennung die Bezüge jedes einzelnen Vorstandsmitglieds, aufgeteilt nach erfolgsunabhängigen und erfolgsbezogenen Komponenten sowie Komponenten mit langfristiger Anreizwirkung, gesondert anzugeben haben. Dies gilt auch für Leistungen, die dem Vorstandsmitglied für den Fall der Beendigung seiner Tätigkeit zugesagt worden sind. Enthält der Jahresabschluss weitergehende Angaben zu bestimmten Bezügen, sind auch diese zusätzlich einzeln anzugeben. Die Hauptversammlung kann mit einer Drei-Viertel-Mehrheit für einen Zeitraum von bis zu 5 Jahren beschließen, diese Angaben

1 *Ringleb*, in: Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder, Deutscher Corporate Governance Kodex, 3. Aufl. 2008, Rz. 1264.

2 *Ringleb*, in: Ringleb/Kremer/Lutter/v. Werder, Deutscher Corporate Governance Kodex, 3. Aufl. 2008, Rz. 1243.

3 Die Bestimmungen wurden durch das Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz) v. 19.7.2002, BGBl. I 2002, 2681, eingefügt.

4 *Gelhausen/Hönsch*, Deutscher Corporate Governance Kodex und Abschlussprüfung, AG 2002, 529 (535).

5 Gesetz über die Offenlegung der Vorstandsvergütungen (Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz – VorstOG) v. 3.8.2005, BGBl. I 2005, 2267.

## § 15b

## Führung von Insiderverzeichnissen

nicht zu veröffentlichen (§ 286 Abs. 5 HGB). Gemäß § 289 Abs. 2 Nr. 5 HGB sind bei börsennotierten Aktiengesellschaften zudem die Grundzüge des Vergütungssystems der Gesellschaft für die in § 285 Satz 1 Nr. 9 HGB genannten Gesamtbezüge anzugeben. In §§ 314 Abs. 1 Nr. 6 lit. a, Abs. 2 Satz 2, 315 Abs. 2 Nr. 4 HGB finden sich für den Konzernabschluss parallele Regelungen.

## XI. Übergangsrecht

- 158 ■ Da es sich hier nur um Darstellung der Zeitpunkte des Inkrafttretens handelt und dies bereits richtig weiter oben geschildert worden ist, kann dieser Absatz hier gestrichen werden. ■ § 15a a.F. trat gemäß Art. 23 Satz 1 des Vierten Finanzmarktförderungsgesetzes am 1.7.2002 in Kraft. Die Meldepflicht besteht daher für alle erfassten Transaktionen, die ab diesem Zeitpunkt geschlossen wurden. Die Neufassung des § 15a trat am 30.10.2004 in Kraft (Art. 6 Satz 1 AnSVG). Die klarstellende Änderung des § 15 Abs. 3 Satz 2 und 3 durch das Gesetz zur Neuordnung des Pfandbriefrechts (s. oben Rz. 4) trat mit Wirkung zum 19.7.2005 in Kraft. Die mit dem TUG verbundenen Änderungen (s. oben Rz. ■5) traten am 20.1.2007 in Kraft. Die durch das FRUG erfolgte Änderung des § 15a Abs. 1 Satz 3 Nr. 2 trat am 1.11.2007 in Kraft.

## § 15b

### Führung von Insiderverzeichnissen

(1) Emittenten nach § 15 Abs. 1 Satz 1 oder Satz 2 und in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Personen haben Verzeichnisse über solche Personen zu führen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Die nach Satz 1 Verpflichteten müssen diese Verzeichnisse unverzüglich aktualisieren und der Bundesanstalt auf Verlangen übermitteln. Die in den Verzeichnissen geführten Personen sind durch die Emittenten über die rechtlichen Pflichten, die sich aus dem Zugang zu Insiderinformationen ergeben, sowie über die Rechtsfolgen von Verstößen aufzuklären. Als im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnde Personen gelten nicht die in § 323 Abs. 1 Satz 1 des Handelsgesetzbuchs genannten Personen.

(2) Das Bundesministerium der Finanzen kann durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über

1. Umfang und Form der Verzeichnisse,
2. die in den Verzeichnissen enthaltenen Daten,
3. die Aktualisierung und die Datenpflege bezüglich der Verzeichnisse,
4. den Zeitraum, über den die Verzeichnisse aufbewahrt werden müssen, und
5. Fristen für die Vernichtung der Verzeichnisse.

Das Bundesministerium der Finanzen kann die Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht übertragen.

In der Fassung des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes vom 28.10.2004 (BGBl. I 2004, 2630); geändert durch das Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetzes vom 5.1.2007 (BGBl. I 2007, 10).

**Europäische Rechtsakte:** Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16 (■Text unter [www.dieaktiengesellschaft.de](http://www.dieaktiengesellschaft.de)).

Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29.4.2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, ABl. EG Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70 (■Text unter [www.dieaktiengesellschaft.de](http://www.dieaktiengesellschaft.de)).

**Schrifttum:** *Brandi/Süßmann*, Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität – Folgen für Ablauf und Gestaltung von M&A-Transaktionen, AG 2004, 642; *Bürgers*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, BKR 2004, 424; *Dreyling*, Die Umsetzung der Marktmissbrauchs-Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation, Der Konzern 2005, 1; *Freiherr von Falkenhäusen/Widder*, Die befugte Weitergabe von Insiderinformationen nach dem AnSVG, BB 2005, 225; *Grothaus*, Reform des Insiderrechts: Großer Aufwand – viel Rechtsunsicherheit – wenig Nutzen?, ZBB 2005, 62; *Holzborn/Israel*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz – Die Veränderungen im WpHG, VerkProspG und BörsG und ihre Auswirkungen in der Praxis, WM 2004, 1948; *Kirschhöfer*, Führung von Insiderverzeichnissen bei Emittenten und externen Dienstleistern, Der Konzern 2005, 22; *Klawitter*, Kapitalmarktrechtliche Folgepflichten eines börsennotierten Unternehmens, in: Habersack/Mülbert/Schlitt (Hrsg.), Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, ■2. Aufl. 2008 Zitate prüfen ■2005, § 25; *Koch*, Neuerungen im Insiderrecht und der Ad-hoc-Publizität, DB 2005, 267; *Kuthe*, Änderungen des Kapitalmarktrechts durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 883; *Renz/Stahlke*, Wird die Watch-List bei Kreditinstituten durch das Insiderverzeichnis abgelöst?, ZfgK 2006, 353; *Rodewald/Tüxen*, Neuregelung des Insiderrechts nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) – Neue Organisationsanforderungen für Emittenten und ihre Berater, BB 2004, 2249; *Sven H. Schneider*, Selbstbefreiung von der Pflicht zur Ad-hoc-Publizität, BB 2005, 897; *Uwe H. Schneider*, Compliance als Aufgabe der Unternehmensleitung, ZIP 2003, 645; *Uwe H. Schneider/v. Buttlar*, Die Führung von Insiderverzeichnissen: Neue Compliance-Pflichten für Emittenten, ZIP 2004, 1621; *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, 2005; *Sethe*, Anlegerschutz im Recht der Vermögensverwaltung, 2005; *Sethe*, Die Verschärfung des insiderrechtlichen Weitergabeverbotes, ZBB 2006, 243; *Sethe*, Erweiterung der bank- und kapitalmarktrechtlichen Organisationspflichten um Reporting-Systeme, ZBB 2007, 421; *Simon*, Die neue Ad-hoc-Publizität, Der Konzern 2005, 13; *Steidle/Waldeck*, Die Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen unter dem Blickwinkel der informationellen Selbstbestimmung, WM 2005, 868; *Tollkühn*, Die Ad-hoc-Publizität nach dem Anlegerschutzverbesserungsgesetz, ZIP 2004, 2215; *Veith*, Die Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht nach § 15 III WpHG, NZG 2005, 254; *Ziemons*, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, NZG 2004, 537.

## Inhaltsübersicht

<b>I. Entstehungsgeschichte</b> . . . . .	1	4. Ausnahme . . . . .	26
<b>II. Regelungsgegenstand und -ziel</b> . . . . .	2	<b>VI. Pflicht zur Führung und Aktualisierung des Insiderverzeichnisses (§ 15b Abs. 1 Satz 1, 2)</b> . . . . .	28
<b>III. Regelungsvorbilder</b> . . . . .	5	1. Anlass, Art und Aufbau des Verzeichnisses . . . . .	28
<b>IV. Europarechtlicher Hintergrund</b> . . . . .	9	a) Anlass . . . . .	28
<b>V. Anwendungsbereich</b> . . . . .	12	b) Art des Verzeichnisses . . . . .	29
1. Überblick . . . . .	12	c) Aufbau des Verzeichnisses . . . . .	32
2. Emittenten von Finanzinstrumenten . . . . .	13	2. In das Verzeichnis aufzunehmende Personen . . . . .	37
3. Im Auftrag oder für Rechnung eines Emittenten handelnde Personen . . . . .	17	a) Überblick . . . . .	37

## § 15b

## Führung von Insiderverzeichnissen

b) Einzelfälle .....	42	8. Mögliche Verfassungswidrigkeit ...	65
c) Bewertung .....	49	9. Rechte des Betriebsrats .....	66
3. Inhalt des Verzeichnisses .....	50	<b>VII. Aufklärungspflicht (§ 15b Abs. 1 Satz 3)</b> .....	69
a) Allgemeine Angaben .....	50	1. Aufklärungspflichtiger .....	69
b) Angaben über die zu erfassenden Personen .....	51	2. Inhalt der Aufklärung .....	70
c) Grund für die Aufnahme sowie Zeitangaben .....	52	3. Form der Aufklärung .....	72
4. Grenzüberschreitende Konstellationen .....	55	4. Zeitpunkt und Wiederholung der Aufklärung .....	73
5. Pflicht zur Aktualisierung des Insiderverzeichnisses .....	56	<b>VIII. Auswirkungen des § 15b</b> .....	74
a) Auslöser der Aktualisierungspflicht .....	56	<b>IX. Die Verordnungsermächtigung (§ 15b Abs. 2)</b> .....	77
b) Frist .....	59	<b>X. Sanktionen</b> .....	78
6. Aufbewahrung .....	60	1. Bußgeld .....	78
a) Art der Aufbewahrung .....	60	2. Strafvorschriften .....	81
b) Aufbewahrungsfrist .....	61	3. Zivilrechtliche Sanktionen .....	84
c) Vertraulichkeit und Pflicht zur Löschung .....	63	<b>XI. Inkrafttreten</b> .....	87
7. Pflicht zur Übermittlung .....	64		

## I. Entstehungsgeschichte

- 1 Die Vorschrift ist durch das am 30.10.2004 in Kraft getretene Anlegerschutzverbesserungsgesetz eingeführt worden<sup>1</sup>. Sie dient der Umsetzung des Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 der Marktmissbrauchs-Richtlinie (2003/6/EG) und Art. 5 der Durchführungs-Richtlinie 2004/72/EG. Die Pflicht zur Führung und Aktualisierung des Verzeichnisses (§ 15b Abs. 1 Satz 1 und 2) war bis auf kleinere sprachliche Abweichungen bereits im Referentenentwurf des AnSVG enthalten<sup>2</sup>. Die in Satz 3 enthaltene Aufklärungspflicht und die in Satz 4 geregelte Ausnahme fehlten. Sie wurden – ebenso wie die in Absatz 2 Satz 1 Nr. 5 enthaltene Regelung in Bezug auf die Fristen zur Vernichtung der Verzeichnisse – erst im Regierungsentwurf eingefügt<sup>3</sup>. Das weitere Gesetzgebungsvorhaben passierte die Norm ohne weitere Änderungen. Durch das Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz wurde in Absatz 1 Satz 1 die Formulierung „oder Satz 2“ ergänzt<sup>4</sup>. Die Einfügung ist eine Folge der Änderung von § 15 Abs. 1. Wie bisher sollen auch solche Emittenten, die einen Antrag auf Zulassung ihrer Finanzinstrumente gestellt haben, zur Führung von Insiderverzeichnissen verpflichtet sein<sup>5</sup>.

1 Art. 1 Nr. 5 des Gesetzes zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) v. 28.10.2004 (BGBl. I 2004, 2630).

2 RefE AnSVG v. 10.3.2004, abgedruckt in: ZBB 2004, 168 ff.

3 RegE AnSVG v. 30.4.2004, BR-Drucks. 341/04, S. 20, sowie v. 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 14.

4 Art. 1 Nr. 8 des Gesetzes zur Umsetzung der Richtlinie 2004/109/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Dezember 2004 zur Harmonisierung der Transparenzanforderungen in Bezug auf Informationen über Emittenten, deren Wertpapiere zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind, und zur Änderung der Richtlinie 2001/34/EG (Transparenzrichtlinie-Umsetzungsgesetz – TUG) v. 5.1.2007, BGBl. I 2007, 10.

5 RegE TUG, BR-Drucks. 579/06, S. 74.

## II. Regelungsgegenstand und -ziel

Die Regelung verpflichtet Emittenten, in einem Verzeichnis alle Personen zu erfassen, die bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen (dazu Rz. ■41)<sup>1</sup> haben. Weiterhin muss der Emittent diesen Personenkreis über die rechtlichen Pflichten belehren, die sich aus dem Zugang zu Insiderwissen ergeben. Emittenten von Finanzinstrumenten werden damit besonderen Organisationspflichten im Hinblick auf die Compliance mit insiderrechtlichen Vorschriften unterworfen<sup>2</sup>. Wie auch die Beispiele der § 25a Abs. 1 Satz 1 KWG, §§ 10, 33 WpHG belegen, bedient sich der Gesetzgeber verstärkt des Instruments der **unternehmensinternen Prävention** durch Organisations-, Anzeige- und Registrierungsspflichten, um Verstöße gegen das Insiderrecht zu verhindern. Die Emittenten und Wertpapierdienstleistungsunternehmen werden als Teile des Aufsichtssystems begriffen. Der Gesetzgeber verlagert Bausteine der Aufsicht in diese Unternehmen, was dort einen erheblichen bürokratischen Aufwand verursacht (s. auch Rz. ■49)<sup>3</sup>.

Der Vorschrift des § 15b kommen vier Funktionen zu<sup>4</sup>. (1) Die Führung des Verzeichnisses erleichtert es den von § 15b erfassten Adressaten, innerhalb ihres Wirkungskreises den Fluss der Insiderinformationen zu überwachen und damit ihren Geheimhaltungspflichten nachzukommen (**Organisations- und Überwachungsfunktion**)<sup>5</sup>. (2) Die Aufklärung der Personen mit Zugang zu Insiderwissen bewirkt, dass diesem Personenkreis das Insiderhandelsverbot vor Augen geführt wird. Dadurch verstärkt sich die Abschreckungswirkung des strafrechtlich sanktionierten Verbots (**Abschreckungsfunktion**)<sup>6</sup>. (3) Die Vorschrift ermöglicht und erleichtert der BaFin die Überwachung von Insidergeschäften und erfüllt damit eine § 9 vergleichbare Funktion. Das der BaFin auf Verlangen zuzusendende Verzeichnis dient als Ermittlungswerkzeug (**Strafverfolgungsfunktion**)<sup>7</sup>. (4) Zudem wird erreicht, dass in einem späteren Strafverfahren gegen eine nach § 15b belehrte Person der

1 Zu deren Definition s. oben § 13 Rz. 4 ff.

2 Grundlegend zu Compliance *Uwe. H. Schneider*, ZIP 2003, 645; *Hauschka*, Compliance am Beispiel der Korruptionsbekämpfung, ZIP 2004, 883. S. auch unten Rz. ■74 ff.

3 Diesen Aufwand kritisieren auch *Bürgers*, BKR 2004, 424 (426); *Freiherr von Falkenhausen/Widder*, BB 2005, 225; *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948 (1952); *Uwe H. Schneider/v. Buttler*, ZIP 2004, 1621; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 5; s. auch *Klawitter*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, ■2. Aufl. Zitat prüfen ■ § 25 Rz. 48; *Zimmer*, Finanzmarktrecht – Quo Vadis?, BKR 2004, 421 (422) sowie unten Rz. ■49.

4 Die Gesetzesmaterialien erwähnen nur die dritte Funktion, vgl. BT-Drucks. 15/3174, S. 36. Erwägungsgrund Nr. 6 der Durchführungs-Richtlinie 2004/72/EG der Kommission v. 29.4.2004, ABl. EG Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70, nennt die erste und dritte Funktion. Der ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 96 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)), beschreibt immerhin die erste bis dritte Funktion.

5 So jetzt auch *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 2; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 4. Ausführlich zu den kapitalmarktrechtlichen Organisationspflichten *Sethe*, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 12 Rz. 146 ff.; *Sethe*, ZBB 2007, 421 ff.; *Sethe*, ZBB 2006, 243 (253 ff.).

6 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 1; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 4.

7 So auch *Schröder*, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, Rz. 238 f.; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b Rz. 1; kritisch dazu v. *Ilberg/Neises*, WM 2002, 635 (647) (unter Hinweis auf § 9) und *Steidle/Waldeck*, WM 2005, 868 (871 f.) (unter Hinweis auf das Recht auf informationelle Selbstbestimmung); grundsätzlich ablehnend *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642 (644).



Vorsatz leichter nachweisbar ist; das Vorliegen eines Verbotsirrtums ist nach der Belehrung unwahrscheinlich (**Durchsetzungsfunktion**)<sup>1</sup>.

- 4 Erwägungsgrund Nr. 6 der Durchführungs-Richtlinie stellt fest, dass sowohl die Emittenten als auch die zuständigen Behörden in der Lage sein müssen, die Insiderinformationen, zu denen die einzelnen Insider Zugang haben, sowie den Zeitpunkt, zu dem sie den Zugang erhalten haben, zu ermitteln. Die Vorgaben der Richtlinie führen im Ergebnis dazu, dass Emittenten nun eine Pflicht zu organisatorischen Maßnahmen und zu internen Kontrollverfahren trifft<sup>2</sup>. § 15b schreibt zudem eine Aufklärungspflicht der Mitarbeiter vor. Angesichts dieser beiden Vorgaben ist es zumindest für größere Unternehmen in der Praxis nur noch ein kleiner Schritt, gleich eine **unternehmensinterne Compliance-Richtlinie** zu verabschieden<sup>3</sup> und im Unternehmen bekannt zu machen.

### III. Regelungsvorbilder

- 5 Die Norm ist ohne Regelungsvorbild im deutschen Kapitalmarktrecht. Zwar ist das Management jedes Unternehmens gesellschaftsrechtlich und aufsichtsrechtlich verpflichtet, organisatorische Maßnahmen zu ergreifen, um die unbefugte Weitergabe von Insiderwissen nach Möglichkeit zu verhindern<sup>4</sup>. Eine ausdrückliche Pflicht zur systematischen Erfassung von Personen mit Zugang zu Insiderinformationen war damit jedoch nicht verbunden.
- 6 Besondere präventive Pflichten werden Wertpapierdienstleistungsunternehmen auferlegt. Eine ausdrückliche, an Institute gerichtete Pflicht, Mitarbeiter zu erfassen, die über Insiderwissen verfügen, fand sich erstmals in den **Mitarbeiterleitsätzen**<sup>5</sup> der BaFin. Aufgrund der aus § 33 Abs. 1 Nr. 1 a.F. folgenden Pflicht zur Vermeidung von Interessenkollisionen waren Kredit- und Finanzdienstleistungsinstitute gehalten, Wertpapiergeschäfte ihrer Mitarbeiter zu kontrollieren und Beschränkungen zu unterwerfen. Mit der Umsetzung der MiFID wurden diese Pflichten nun in § 33b (s. dort) und für Nichtwertpapierdienstleistungsunternehmen in § 25a KWG verankert<sup>6</sup>. Im Unterschied zu § 15b erfasst § 33b jedoch nicht Emittenten, sondern Wertpapierdienstleistungsunternehmen. Auch weichen die Zielrichtungen der Vorschriften voneinander ab, da § 15b allein die Verhütung des Insiderhandels bezweckt (s. oben Rz. 2 f.), während § 33b die Vermeidung jeglicher Interessenkollision und Preisgabe vertraulicher Information vor Augen hat (vgl. § 33b Abs. 3). § 15b will zudem die Verfolgung des Insiderhandels erleichtern und

1 Schröder, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, Rz. 238 f.

2 Uwe H. Schneider/v. Buttlar, ZIP 2004, 1621 (1623).

3 Ebenso Uwe H. Schneider/v. Buttlar, ZIP 2004, 1621 (1623).

4 Einzelheiten bei Assmann, § 14 Rz. 63 ff.; Uwe H. Schneider/v. Buttlar, ZIP 2004, 1621 (1622); Sethe, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 12 Rz. 146 ff.; Sethe, ZBB 2006, 243 (253 ff.).

5 Bekanntmachung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen und des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel über Anforderungen an Verhaltensregeln für Mitarbeiter der Kreditinstitute und Finanzdienstleistungsinstitute in Bezug auf Mitarbeitergeschäfte vom 7.6.2000 (BAnz. Nr. 131 v. 15.7.2000, S. 13 790). Dazu Eisele, in: Bankrechts-Handbuch, ■3. Aufl. 2007, Zitat prüfen2. Aufl. 2001, § 109 Rz. 73 ff.; Sethe, Anlegerschutz, S. 852 ff.

6 Vgl. das Schreiben der BaFin vom 23.10.2007 zur Aufhebung der Wohlverhaltensrichtlinie, der Compliance-Richtlinie und der Mitarbeiterleitsätze.

soll durch Aufklärung der erfassten Personen präventiv wirken (s. oben Rz. 3). Derart weit reichende Funktionen werden § 33b nicht zugeschrieben.

Die in § 15b verwirklichte Idee einer systematischen Erfassung von Tatsachen, die eine erleichterte Aufdeckung des Insiderhandels ermöglichen, lag auch der so genannten **watch-list** zugrunde, die von Kredit- und Finanzdienstleistungsinstituten gemäß der Compliance-Richtlinie<sup>1</sup> der BaFin zu führen waren. Zwar wurde die Compliance-Richtlinie zum 1.11.2007 aufgehoben, doch gelten ihre Inhalte weiterhin als best practice zur Erfüllung der Pflichten aus § 33 Abs. 1 Satz 2 Nr. 1 und 3 WpHG. Bei der watch-list handelt es sich um eine nicht öffentliche, laufend aktualisierte Liste von Wertpapieren oder Derivaten, zu denen im Wertpapierdienstleistungsunternehmen Informationen über compliance-relevante Tatsachen vorliegen (meldepflichtige Werte). Hierunter sind insbesondere Insiderinformationen gemäß §§ 13, 15 zu verstehen (Ziff. 3. 2. 1 Compliance-Richtlinie). Mitarbeiter des Wertpapierdienstleistungsunternehmens, bei denen in Ausübung ihrer Tätigkeit compliance-relevante Informationen anfallen, müssen unverzüglich eine entsprechende Meldung an die Compliance-Stelle vornehmen, damit die watch-list ergänzt werden kann. Die watch-list wird von der Compliance-Stelle streng vertraulich geführt. Die auf der Liste vermerkten Werte unterliegen grundsätzlich keinen Handels- und/oder Beratungsbeschränkungen. Die Liste dient vielmehr dazu, der Compliance-Stelle die Überwachung der Eigenhandels- bzw. Mitarbeitergeschäfte in den betreffenden Werten zu ermöglichen, um Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot oder gegen die Interessenwahrungspflicht aufdecken zu können<sup>2</sup>. Ferner dient die watch-list zur Beobachtung, ob eingerichtete Chinese Walls zwischen den verschiedenen compliance-relevanten Bereichen des Unternehmens eingehalten werden. Die Wirksamkeit der watch-list basiert damit auf generalpräventiven Überlegungen. Die Compliance-Stelle erfährt von bereichsübergreifenden Informationsflüssen und kann kontrollieren, ob die Bereichsüberschreitung zulässig war. Außerdem kann sie den von Mitarbeitern veranlassten Handel in solchen Wertpapieren überprüfen<sup>3</sup>. Das Führen einer watch-list ersetzt aber nicht das Insiderverzeichnis, da sich deren Anwendungsbereiche unterscheiden (z.B. hinsichtlich des Freiverkehrs oder hinsichtlich der Dienstleister)<sup>4</sup>.

Neben der watch-list führen Wertpapierdienstleistungsunternehmen noch eine Stoppliste (**restricted-list**). Mit der restricted-list unterwirft das Unternehmen sich selbst und seine Mitarbeiter einer Selbstbeschränkung, um zu verhindern, dass im Unternehmen vorhandene Insiderinformationen ausgenutzt werden können. Auf der restricted-list sind alle Finanzinstrumente vermerkt, in denen das Kredit- oder Finanzdienstleistungsinstitut aufgrund vorhandenen Insiderwissens nicht handeln darf. Bei der Aufnahme von Werten auf die restricted-list kann die Nennung eines Grundes für die Aufnahme nur insoweit erfolgen, als die entsprechenden Tatsachen bereits öffentlich bekannt sind. Andernfalls würde eine Insiderinformation innerhalb des Wertpapierdienstleistungsunternehmens verbreitet und es bestünde

1 Richtlinie zur Konkretisierung der Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 Abs. 1 WpHG vom 25.10.1999 (BAnz. Nr. 210 v. 6.11.1999, S. 18 453); dazu unten § 33 Rz. ■29 ff.; *Eisele*, in: Bankrechts-Handbuch, ■3. Aufl. 2007, Zitat prüfen■2. Aufl. 2001, § 109 Rz. 85 ff.; *Sethe*, Anlegerschutz, S. 857 ff.

2 *Sethe*, Anlegerschutz, S. 861; unten § 33 Rz. ■31.

3 Das Führen einer watch-list ersetzt aber nicht die Führung eines Insiderverzeichnisses, vgl. *Renz/Stahlke*, ZfgK 2006, 353 ff., da deren Anwendungsbereiche sich unterscheiden.

4 *Renz/Stahlke*, ZfgK 2006, 353 ff.

die Gefahr, dass die Mitarbeiter dies ausnutzen. Die restricted-list erfüllt eine ähnliche Funktion wie die Insiderverzeichnisse (s. oben Rz. 2 f.), da sie einen Verstoß des Instituts gegen das Insiderrecht verhindern soll (präventive Funktion). Die Inhalte beider Aufstellungen sind jedoch grundverschieden.

#### IV. Europarechtlicher Hintergrund

- 9 Die durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz eingefügte Regelung des § 15b beruht auf Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 der **Marktmissbrauchs-Richtlinie**<sup>1</sup>, die Marktintegrität durch Verhinderung von Marktmissbrauch (in Gestalt von Insidergeschäften und Marktmanipulationen) gewährleisten soll. Bereits der ursprüngliche Richtlinienentwurf enthielt eine Regelung, wonach Emittenten Verzeichnisse der Personen führen müssen, die Zugang zu Insiderinformationen haben<sup>2</sup>. In seiner Stellungnahme schlug der Wirtschafts- und Sozialausschuss zahlreiche Änderungen vor, die aber nicht die Insiderverzeichnisse betrafen<sup>3</sup>. Der Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments regte an, dass das Verzeichnis der Aufsichtsbehörde jederzeit auf Verlangen zugänglich gemacht werden müsse<sup>4</sup>. Weiterhin befürwortete er, dass Einzelheiten im Wege des Lamfalussy-Verfahrens festgelegt werden<sup>5</sup>. Die Vorschläge gingen in den Gemeinsamen Standpunkt<sup>6</sup> und in die in Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 und Art. 6 Abs. 10, 4. Spiegelstrich der am 28.1.2003 verabschiedeten Marktmissbrauchs-Richtlinie ein. Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 lautet: „Die Mitgliedstaaten sehen vor, dass Emittenten oder in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnde Personen ein Verzeichnis der Personen führen, die für sie auf Grundlage eines Arbeitsvertrags oder anderweitig tätig sind und

1 Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 v. 12.4.2003, S. 16; zu den Vorarbeiten etwa *Dier/Fürhoff*, Die geplante europäische Marktmissbrauchsrichtlinie, AG 2002, 604; v. *Ilberg/Neises*, Die Richtlinienentwürfe der EU-Kommission zum „Einheitlichen Europäischen Prospekt“ und zum „Marktmissbrauch“ aus Sicht der Praxis – Hintergrund, Inhalt und Kritik, WM 2002, 635 (643 ff.); *Seitz*, Die Integration der europäischen Wertpapiermärkte und die Finanzmarktgesetzgebung in Deutschland, BKR 2002, 340 (342 f.); *Weber*, Der Kommissionsentwurf einer Marktmissbrauchsrichtlinie, EuZW 2002, 43; *Weber*, Die Entwicklung des Kapitalmarktrechts im Jahre 2003, NJW 2004, 28 (30 f.). Aus englischer Perspektive *Avgouleas*, Financial Market Regulation and the New Market Landscape: In Search of a New Regulatory Framework for Market Abuse, International and Comparative Corporate Law Journal 2 (2000), 89 ff., der vor allem den Aspekt der Selbstregulierung untersucht.

2 Vorschlag der Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) v. 30.5.2001, KOM(2001) 281 endg. – 2001/0118(COD), ABl. EG Nr. C 240 v. 28.8.2001, S. 265.

3 Stellungnahme des Wirtschafts- und Sozialausschusses zu dem „Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch)“ (2002/C 80/14) v. 17.1.2002, ABl. EG Nr. C 80 v. 3.4.2002, S. 61 ff.

4 Stellungnahme des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments v. 27.2.2002 – A5-0069/2002, S. 32 (Änderungsantrag Nr. 37 a.E.).

5 Stellungnahme des Ausschusses für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments vom 27.2.2002 – A5-0069/2002, S. 32 f. (Änderungsantrag Nr. 39).

6 Gemeinsamer Standpunkt (EG) Nr. 50/2002 vom 19.7.2002, vom Rat festgelegt gemäß dem Verfahren des Artikels 251 des Vertrags zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft im Hinblick auf den Erlass einer Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. C 228 E v. 25.9.2002, S. 19.

Zugang zu Insider-Informationen haben. Die Emittenten bzw. die in ihrem Auftrag oder die für ihre Rechnung handelnden Personen müssen dieses Verzeichnis regelmäßig aktualisieren und der zuständigen Behörde auf Anfrage übermitteln.“

Um die notwendige Flexibilität zur Anpassung der Richtlinie an künftige Entwicklungen sicherzustellen, legt Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 der Marktmissbrauchs-Richtlinie den Kreis der erfassten Personen sowie die Einzelheiten zur Führung des Insiderverzeichnisses nicht abschließend fest, sondern überlässt dies der im Wege des Lamfalussy-Verfahrens erarbeiteten Durchführungs-Richtlinie (Art. 6 Abs. 10, 4. Spiegelstrich, 17 Abs. 2). Die verschiedenen Regelungskomplexe der Marktmissbrauchs-Richtlinie wurden getrennt behandelt. Für den hier interessierenden Komplex erteilte die Kommission dem Committee Of European Securities Regulators (CESR) am 31.1.2003 ein Mandat, Vorschläge für Durchführungsmaßnahmen zur Marktmissbrauchs-Richtlinie zu erarbeiten<sup>1</sup>. Sie benannte dabei u.a. das Thema der Insiderverzeichnisse und bat um die Klärung, an welche Tatbestandsmerkmale die Pflichten zur Führung und zur Aktualisierung des Verzeichnisses geknüpft werden sollen. CESR forderte daraufhin interessierte Parteien auf, konkrete Maßnahmenbereiche zu identifizieren<sup>2</sup>. 20 Stellungnahmen gingen ein<sup>3</sup>. Am 15.4.2003 leitete CESR einen Konsultationsprozess ein<sup>4</sup>. Eine öffentliche Anhörung fand am 12.5.2003 in Paris statt<sup>5</sup>. CESR veröffentlichte die eingegangenen Anregungen<sup>6</sup> und seinen Abschlussbericht<sup>7</sup> im August 2003. Dieser Bericht enthält in den Rz. 27–36 Vorschläge zu den Voraussetzungen, unter denen eine Pflicht zur Führung des Verzeichnisses oder zu dessen Aktualisierung ausgelöst wird. Weiterhin wurden der Umfang der aufzunehmenden Daten und die Frist für deren Aufbewahrung beschrieben. Schließlich schlägt CESR vor, eine Aufklärungspflicht für den als Insider erfassten Personenkreis vorzusehen. Am 10.11.2003 legte die Generaldirektion Binnenmarkt ein Arbeitspapier zur Durchführung der Art. 1 Abs. 1 und 2 und Art. 6 Abs. 3, 4 und 9 der Marktmissbrauchs-Richtlinie vor<sup>8</sup>, das mit wenigen Abweichungen bereits den später verabschiede-

1 An Additional Mandate to CESR for Technical Advice on Possible Implementing Measures Concerning the Directive on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse), MARKT/G2 D(2003) v. 31.1.2003.

2 Schreiben v. 7.2.2003 (CESR/03-037).

3 Results of CESR's Call for Evidence on the Second Mandate on Possible Implementing Measures of the future Market Abuse Directive (CESR/03-087) v. 28.3.2003.

4 *The Committee Of European Securities Regulators*, Consultation Paper on the Second Set of Implementing Measures for the Directive on Market Abuse, (CESR/03-102b) v. 15.4.2003.

5 *The Committee Of European Securities Regulators*, Open Hearing On Possible Level 2 Implementing Measures Of The Proposed Market Abuse Directive (CESR/03-119) v. 30.4.2003.

6 *The Committee Of European Securities Regulators*, Results of CESR's Public Consultation on the Level 2 Consultation Paper on Possible Implementing Measures of the future Market Abuse Directive (CESR/03-232) v. 18.7.2003 sowie Implementing Measures for Market Abuse Directive – Feedback Statement (CESR/03-213b) v. August 2003.

7 *The Committee Of European Securities Regulators*, Advice on the Second Set of Level 2 Implementing Measures for the Market Abuse Directive (CESR/03-212c) v. August 2003.

8 DG Internal Market Services' Working Document on the Implementation of Article 1 Paragraphs 1 and 2 and Article 6 Paragraphs 3, 4 and 9 of the European Parliament and Council Directive 2003/6/EC on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse), Working Document ESC 38/2003.

ten Richtlinienentwurf des Art. 5 enthielt. Am 27.1.2004<sup>1</sup> und am 17.2.2004<sup>2</sup> folgten formelle, dem Europäischen Wertpapierausschuss (ESC) und dem Europäischen Parlament vorgelegte Kommissionsentwürfe eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen (ESC-48/2003). Am 3.3.2004 folgte eine überarbeitete Version dieses Dokuments<sup>3</sup>. Mit Datum vom 7.4.2004 legte die Kommission dem Europäischen Wertpapierausschuss einen weiteren Entwurf zu Entscheidung vor<sup>4</sup>, den dieser am 19.4.2004 billigte.

- 11 Die Kommission verabschiedete am 29.4.2004 die Durchführungs-Richtlinie<sup>5</sup>, die in ihrem Art. 5 die Insiderverzeichnisse regelt. Die Marktmissbrauchs-Richtlinie (Art. 18 Abs. 1) und die Durchführungs-Richtlinie (Art. 12 Abs. 1) waren bis zum 12.10.2004 in nationales Recht umzusetzen. Diese Frist überschritt Deutschland geringfügig<sup>6</sup>.

## V. Anwendungsbereich

### 1. Überblick

- 12 Die Vorschrift verpflichtet zum einen Emittenten von Finanzinstrumenten i.S. des § 15 Abs. 1 Satz 1 und zum anderen die in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnden Personen zur Führung eines Insiderverzeichnisses. Beide Personenkreise unterliegen eigenständigen Pflichten zur Führung eines Insiderverzeichnisses und zur Aufklärung<sup>7</sup>. Die im Auftrag oder für Rechnung eines Emittenten handelnden Personen werden also nicht dem Emittenten zugerechnet, so dass ihre Pflicht zur Führung des Verzeichnisses und zur Aufklärung entfiel. Zudem ist der Emittent grundsätzlich nicht verpflichtet, die von ihm eingeschalteten Dienstleister über ihre Pflichten aus § 15b Abs. 1 Satz 1 aufzuklären. Es ist

1 Formeller, dem Europäischen Wertpapierausschuss vorgelegter Kommissionsentwurf einer zweiten Reihe von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen, Dokument ESC 48/2003 v. 27.1.2004.

2 Formeller, dem Europäischen Wertpapierausschuss vorgelegter Kommissionsentwurf eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen, Dokument ESC 48/2003 – Fassung 1 – Bereinigte Fassung v. 17.2.2004.

3 Überarbeiteter, dem Europäischen Wertpapierausschuss vorgelegter Kommissionsentwurf eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen, Dokument ESC 48/2003 – Fassung 2 – Bereinigte Fassung v. 3.3.2004.

4 Formeller, dem Europäischen Wertpapierausschuss zur Abstimmung am 19.4.2004 vorgelegter Kommissionsentwurf eines zweiten Pakets von Maßnahmen zur Durchführung der Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates 2003/6/EG über Insider-Geschäfte und Marktmanipulationen, Dokument ESC 48/2003 – Fassung 4 – v. 7.4.2005.

5 Richtlinie 2004/72/EG der Kommission v. 29.4.2004 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates – Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, ABl. EG Nr. L 162 v. 30.4.2004, S. 70.

6 Das der Umsetzung dienende Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz – AnSVG) v. 28.10.2004 (BGBl. I 2004, 2630) trat am 30.10.2004 in Kraft.

7 Ebenso *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 45.

grundsätzlich Aufgabe des Rechtsunterworfenen, sich selbst um die aufsichtsrechtlichen Pflichten zu kümmern<sup>1</sup>.

## 2. Emittenten von Finanzinstrumenten

In Bezug auf den persönlichen Anwendungsbereich knüpft die Vorschrift an § 15 Abs. 1 Satz 1 und 2 an. Zur Führung von Insiderverzeichnissen und zur Aufklärung sind alle Inlandsemittenten (§ 2 Abs. 7) von Finanzinstrumenten (§ 2 Abs. 2b) verpflichtet (§ 15 Abs. 1 Satz 1). Als Inlandsemittent gilt auch ein solcher, der für seine Finanzinstrumente eine Zulassung beantragt hat. Maßgebend ist der Zeitpunkt des Zugangs des Antrags bei der **Börsenzulassungsstelle**<sup>2</sup>. Die Rücknahme oder Ablehnung des Antrags beseitigt die Pflichten aus § 15b nicht rückwirkend, sondern nur für die Zukunft. Ansonsten hätte es der Antragsteller in der Hand, sich der Börsenfolgepflichten einseitig zu entledigen<sup>3</sup>. **Von § 15b nicht erfasst** sind Emittenten, deren Finanzinstrumente nicht zugelassen, sondern auf Antrag eines Handelsteilnehmers lediglich in den regulierten Markt *einbezogen* sind (§ 33 BörsG)<sup>4</sup>. Denn die **Einbeziehung** erfolgt auf Antrag eines Handelsteilnehmers, ohne dass es einer Zustimmung des Emittenten bedürfte. Aus diesem Grunde macht es Sinn, den Emittenten nicht zusätzlichen Pflichten zu unterwerfen, wenn er auf die Einbeziehung in den Handel keinerlei Einfluss hatte. Dieses Ergebnis ist auch richtlinienkonform, denn der Anwendungsbereich der Marktmissbrauchs-Richtlinie beschränkt sich auf Finanzinstrumente, die an einem regulierten Markt zugelassen sind oder werden sollen (vgl. Art. 9 Abs. 3 der Richtlinie). Von § 15b nicht erfasst werden auch Finanzinstrumente, die nur im **Freiverkehr** (Open Market) oder in **außerbörslichen Handelssystemen** (z.B. **Telefonhandel**), gehandelt werden. An dieser Stelle zeigt sich ein Bruch in der gesetzlichen Konzeption. Da § 15b an § 15 Abs. 1 und nicht an die §§ 12, 13 anknüpft, ist sein Anwendungsbereich enger als der des Insiderhandelsverbots, da sowohl die in den regulierten Markt als auch in den Freiverkehr eingebogenen Finanzinstrumente nicht erfasst werden als auch die bloße Ankündigung einer Börsenzulassung im Gegensatz zu § 12 Satz 2 nicht ausreicht, um die Pflichten des § 15b auszulösen. Dies ist inkonsequent, denn die Vorschrift soll gerade dazu dienen, die Verfolgung den Insiderhandels zu erleichtern (s. oben Rz. 3)<sup>5</sup>.

Da § 15b Abs. 1 keine Konzernklausel enthält, erfasst die Vorschrift nur den Emittenten der Finanzinstrumente, nicht auch mit ihm **verbundene Unternehmen**<sup>6</sup>. Konzernunternehmen können jedoch im Einzelfall als im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnde Person anzusehen sein (s. unten Rz. 24).

1 Ebenso *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 31; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 17.

2 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 13; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 20.

3 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 13; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 20.

4 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 10.

5 Hierauf weist zu Recht *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 7, 13 hin.

6 **Emittentenleitfaden** (Stand 15.7.2005), S. 98 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)); *Uwe H. Schneider/v. Buttler*, ZIP 2004, 1621 (1624).



- 15 Emittenten, für die ein anderer Mitgliedstaat der EU/des EWR Herkunftsland ist, unterfallen ebenfalls dem Anwendungsbereich des § 15b, wenn die von ihnen begebenen Finanzinstrumente allein zum Handel an einem regulierten Markt in Deutschland zugelassen sind oder eine solche Zulassung beantragt ist. Sie gelten in diesem Fall als Inlandsemittenten (§ 2 Abs. 7 Nr. 2). Emittenten aus Drittstaaten sind ebenfalls erfasst, wenn sie die Voraussetzungen des § 2 Abs. 6 Nr. 1 lit. b oder Nr. 2 oder Nr. 3 lit. c erfüllen. In diesem Fall ist die Bundesrepublik ihr Herkunftsstaat und gelten nach § 2 Abs. 7 Nr. 1 als Inlandsemittenten.
- 16 Die Verpflichtungen des § 15b gelten für Emittenten aller Arten von Finanzinstrumenten. Hierzu gehören neben Wertpapieren wie Aktien, Aktienzertifikaten, Schuldverschreibungen, Genussscheinen, Optionsscheinen und anderen vergleichbaren Wertpapieren auch Derivate. Der Tatbestand knüpft also an § 2 Abs. 2b an, auf dessen Kommentierung verwiesen werden kann (§ 2 Rz. 40g ff.). § 15b erlangt für Produkte der EUREX keine Bedeutung, da diese nicht zugelassen, sondern von der EUREX selbst entwickelt werden<sup>1</sup>.

### 3. Im Auftrag oder für Rechnung eines Emittenten handelnde Personen

- 17 Neben dem Emittenten sind auch die „in seinem Auftrag oder für seine Rechnung handelnden Personen“ von der Vorschrift erfasst und sind zur Führung eigener Insiderverzeichnisse, Aufklärung und Belehrung verpflichtet. Die BaFin bezeichnet diesen Personenkreis schlagwortartig als „**Dienstleister**“<sup>2</sup>. Der Tatbestand ist vage und verursacht daher Rechtsunsicherheit<sup>3</sup>. Eine Auslegung muss zwei Gesichtspunkte berücksichtigen: (1) Zu Recht betont die BaFin<sup>4</sup>, dass der Begriff „Auftrag“ weit zu verstehen ist und sich nicht auf den „Auftrag“ i.S. des § 675 BGB beschränkt. Ebenfalls weit zu verstehen ist die gesetzliche Formulierung „für Rechnung“, die gerade nicht nur Kommissionsgeschäfte meint. Dies ergibt eine richtlinienkonforme Auslegung, da der Wortlaut des Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 der Marktmissbrauchs-Richtlinie in den anderen Amtssprachen gerade keine Begriffe verwendet, die im juristischen Sprachgebrauch mit bestimmten Vertragstypen gleichgesetzt werden könnten<sup>5</sup>. Auch der Sinn und Zweck der Regelung erfordern ein weites Verständnis des Wortlauts. Denn die Möglichkeit eines Zugangs zu Insiderinformationen hängt nicht mit bestimmten Vertragstypen zusammen. Die Tatbestandsmerkmale „im Auftrag“ oder „für Rechnung“ sind also dahingehend zu verstehen, dass alle Personen erfasst werden, die (zumindest auch) **im Interesse des Emittenten handeln**<sup>6</sup>. (2) Dieses weite Verständnis der Tatbestandsmerkmale würde dazu führen, dass sämtliche Arten der Geschäftsbesorgung in den Anwendungsbereich von § 15b fallen. Aufgrund der systematischen Stellung der Norm und ihres Zwecks (s. oben Rz. 2 f.) ist eine einschränkende Auslegung geboten. Er-

1 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 11.

2 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 97 (www.bafin.de).

3 Dies beklagt etwa *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, 2. Aufl. Zitat prüfen ■ § 13 Rz. 94.

4 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 96 f. (www.bafin.de).

5 Beispielsweise lautet die englische Fassung „or persons acting on their behalf or for their account“. Vgl. auch die französische Version „ou des personnes qui agissent au nom ou pour le compte de ceux-ci“.

6 Ebenso *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 15 f.; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 21; a.A. *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642 (644), die nur Kommissionsverhältnisse i.S. der §§ 383 ff. HGB als erfasst ansehen.

fasst werden nur solche im Auftrag und für Rechnung handelnde Personen, die aufgrund ihrer Tätigkeit **bestimmungsgemäß** (dazu im Einzelnen s. unten Rz. ■39) **Kenntnis von Insiderinformationen** (dazu im Einzelnen s. unten Rz. ■41) erlangen. Denn die Vorschrift dient gerade der Prävention des Insiderhandels. Es lässt sich daher zusammenfassend feststellen, dass nur solche Dienstleister gemeint sind, die (zumindest auch) im Interesse des Emittenten tätig werden und dabei typischerweise Zugang zu Insiderinformationen haben.

Die Pflichten des § 15b treffen nur die Inlandsemittenten und die Dienstleister, nicht aber auch sonstige **Dritte**. Delegiert ein Dienstleister den Auftrag weiter, so fällt der Subunternehmer nicht unter § 15b, da er nicht unmittelbar im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelt, sondern für den (Haupt-)Dienstleister arbeitet. Dieser muss den Subunternehmer in sein Insiderverzeichnis aufnehmen und befehlen<sup>1</sup>.

Bei den Dienstleistern handelt es sich insbesondere um Angehörige freier Berufe, also **Rechtsanwälte, Steuerberater, Notare** und **Wirtschaftsprüfer** (zur Ausnahme des § 15b Abs. 1 Satz 4 s. unten Rz. ■26 f.). Von § 15b sind auch **Gutachter** erfasst, die vom Emittenten mit einer Prüfung beauftragt werden, bei der sie bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Bei **Hochschullehrern** ist zu differenzieren. Werden sie kraft ihrer dienstlichen Stellung tätig, handeln sie in hoheitlicher Funktion und unterfallen deshalb nicht § 15b (s. unten Rz. ■24). Werden sie dagegen als Privatgutachter beauftragt oder sind sie als Auftragnehmer in Drittmittelprojekten tätig, gelten sie als Gutachter und müssen § 15b beachten<sup>2</sup>.

Auch der **Insolvenzverwalter** eines Emittenten ist von den Vorgaben des § 15b betroffen. Zwei Fragen sind auseinander zu halten: (1) Die Rechtsprechung hat entschieden, dass die den Vorstand des Emittenten treffenden wertpapierhandelsrechtlichen Pflichten trotz der Eröffnung des Insolvenzverfahrens weiterhin den Vorstand des Emittenten treffen<sup>3</sup>. Denn der Insolvenzverwalter habe allein die Masse zu verwalten; nicht alle öffentlich-rechtlichen Pflichten gingen automatisch auf ihn über. Überträgt man diesen Gedanken auf § 15b, ist weiterhin das geschäftsführende Organ verpflichtet, für den Emittenten ein Insiderverzeichnis zu führen und der Aufklärungspflicht innerhalb des Unternehmens nachzukommen. ■Man sollte die gesetzliche Regelung vielleicht besser direkt am Anfang bringen■Mit § 11 hat der Gesetzgeber diese Rechtsprechung nun kodifiziert. (2) Daneben trifft den Insolvenzverwalter aber aus seiner Rechtsstellung als Dienstleister eine eigenständige Pflicht, für seine Kanzlei ein Insiderverzeichnis zu führen und die bei ihm tätigen Mitarbeiter zu befehlen.

Erfasst ist weiterhin die **Investor-Relations-Agentur**, die den Emittenten bei Maßnahmen zur Beziehungspflege zu Investoren berät. Sie erhält im Rahmen dieser Tätigkeit typischerweise Zugang zu Insiderinformationen. Ein **Übersetzungsbüro**,

<sup>1</sup> *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 23; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 15b WpHG Rz. 28; a.A. *Steidle/Waldeck*, WM 2005, 868 (870), die annehmen, der Subunternehmer müsse ein eigenes Insiderverzeichnis führen.

<sup>2</sup> Ebenso *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 27.

<sup>3</sup> So in Bezug auf Meldepflichten nach §§ 21 ff. BVerwG v. 13.4.2005 – 6 C 4/04, ZIP 2005, 1145 (1148) mit Anm. *Ott*; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 27; anders noch VG Frankfurt v. 29.1.2004 – 9 E 4228/03 (V), ZIP 2004, 469; ■Schäfer■*Dehlinger*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen■ § 11 Rz. 3 m.w.N.

das Ad-hoc-Mitteilungen oder vertrauliche Vertragsentwürfe übersetzt, oder die **Druckerei**<sup>1</sup>, die Prospekte druckt, erhält ebenfalls Kenntnis von Insiderinformationen.

- 22 **Ratingagenturen**, die ein vom Emittenten in Auftrag gegebenes Rating erstellen, handeln im Interesse des Emittenten<sup>2</sup>. Sie kommen zudem im Rahmen der Befragung des Emittenten bestimmungsgemäß mit Insiderinformationen in Berührung. In einer derartigen Konstellation unterfallen sie daher dem Anwendungsbereich des § 15b. Anders ist dies, falls eine Ratingagentur aus eigener Initiative oder auf Veranlassung eines Dritten (z.B. eines Investors) ein Rating erstellt („unsolicited rating“). Die Agentur handelt in diesem Fall nicht im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten und wird daher nicht von § 15b erfasst. Zudem werden unsolicited ratings nur aufgrund öffentlich zugänglicher Informationen erstellt, so dass es auch an der Möglichkeit des Zugangs zu Insiderinformationen fehlt (vgl. § 13 Abs. 2).
- 23 **Kreditinstitute** sind dann als Dienstleister i.S. des § 15b anzusehen, wenn sie über die allgemeinen Bankdienstleistungen (z.B. Kontobeziehung) hinausgehende Dienstleistungen erbringen und damit im Interesse oder in der Sphäre des Emittenten tätig werden. Zu diesen Dienstleistungen, die mit Zugang zu Insiderwissen verbunden sind, gehören sicherlich die Beratung anlässlich eines Börsengangs, einer Kapitalmaßnahme oder einer Akquisition (Einbindung der Bereiche Corporate Finance oder Mergers & Acquisitions). Fraglich ist, ob auch die Kreditvergabe schon eine Dienstleistung darstellt, bei der das Institut bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen erhält. Die BaFin ordnet die Kreditvergabe als allgemeine Bankdienstleistung ein und lehnt die Anwendung des § 15b ohne nähere Begründung ab<sup>3</sup>. Ganz so eindeutig ist dieses Ergebnis jedoch nicht, wenn man bedenkt, dass die Emittenten aufgrund von § 18 KWG ihre wirtschaftlichen Verhältnisse offen legen müssen. Zudem werden viele Emittenten nach Umsetzung der Vorgaben von Basel II einem externen oder internen Kreditrating<sup>4</sup> unterzogen werden. Daher hat das Kreditinstitut durchaus Zugang zu sensiblen Informationen. Allerdings verfolgen sowohl die Vorgabe des § 18 KWG als auch das Kreditrating allein das Ziel, eine leichtfertige Kreditvergabe zu verhindern<sup>5</sup>. Die Prüfung der Kreditwürdigkeit liegt daher ausschließlich im Interesse des kreditgewährenden Instituts und seiner Einleger, nicht aber im Interesse des Emittenten. Damit fehlt es an einem „Tätigwerden für den Emittenten“. Wird dagegen das Kreditinstitut über die reine Kreditgewährung hinaus beratend tätig und entwickelt im Zusammenhang mit der Kreditvergabe ein Corporate-Finance-Konzept, erbringt es seine

1 Koch, DB 2005, 267 (270).

2 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 98 (www.bafin.de); Uwe H. Schneider/v. Buttler, ZIP 2004, 1621 (1624); Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 19; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 25.

3 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 98 (www.bafin.de); ebenso Uwe H. Schneider/v. Buttler, ZIP 2004, 1621 (1624); Schwintek, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 42 f.; Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 26; a.A. aber ebenfalls ohne nähere Begründung Schäfer, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen ■ § 13 Rz. 94 Fn. 2.

4 Zu Einzelheiten Schulte-Mattler, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, ■3. Aufl. 2008, Zitat prüfen ■2. Aufl. 2004, Basel II Rz. 18 ff., 35 ff.

5 Bock, in: Boos/Fischer/Schulte-Mattler, KWG, ■3. Aufl. 2008, Zitat prüfen ■2. Aufl. 2004, § 18 Rz. 3.

Leistung im Interesse des Emittenten und unterliegt den Vorgaben des § 15b<sup>1</sup>. Zu beachten ist im Übrigen, dass Kreditinstitute doppelt von der Pflicht des § 15b betroffen sein können. Sind ihre eigenen Finanzinstrumente börsenzugelassen, unterfallen sie in ihrer Eigenschaft als Emittent der Vorschrift des § 15b. Erbringen sie darüber hinaus noch Dienstleistungen an Kunden, die ihrerseits Zugang zu Insiderinformationen haben, ist das Kreditinstitut zugleich als Dienstleister aus § 15b verpflichtet<sup>2</sup>.

**Nicht erfasst** sind dagegen Behörden, Gerichte, Staatsanwaltschaften und die Polizei, da sie nicht im Interesse des Emittenten tätig werden<sup>3</sup>. Auch **Lieferanten** und **Abnehmer** unterfallen nicht dem § 15b, da Austauschbeziehungen dadurch gekennzeichnet sind, dass jede Vertragspartei nur im eigenen Interesse tätig wird<sup>4</sup>. Mangels Konzernklausel sind auch verbundene Unternehmen nicht von den Pflichten aus § 15b betroffen (s. oben Rz. 14). Eine Pflicht zur Führung eines (eigenständigen) Insiderverzeichnisses kommt aber dann in Betracht, wenn das verbundene Unternehmen aufgrund der Gestaltung des Einzelfalls zum Kreis der Dienstleister zu zählen ist und deshalb über Zugang zu Insiderinformationen verfügt<sup>5</sup>. Im Entwurf des Emittentenleitfadens waren noch Hilfspersonen von Aufsichtsratsmitgliedern des Emittenten als Dienstleister erfasst<sup>6</sup>. Dies hat man in der endgültigen Fassung zu Recht gestrichen, denn diese Personen werden regelmäßig vom Emittenten entlohnt und fallen daher ohnehin in den Anwendungsbereich der Vorschrift<sup>7</sup>. Soweit sie dagegen vom Aufsichtsratsmitglied privat angestellt wurden, unterfallen sie nicht § 15b, da es an der unmittelbaren Rechtsbeziehung zum Emittenten fehlt. Mehrheitsaktionäre sind ebenfalls nicht im Interesse des Emittenten tätig. Vielmehr nehmen sie ihre Rechte als Gesellschafter innerhalb des Unternehmens regelmäßig im Eigeninteresse wahr<sup>8</sup>.

Die Dienstleister sind zur selbstständigen Führung des Insiderverzeichnisses verpflichtet.

1 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 19a.

2 *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 43.

3 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 98 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)); *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 20. Diese rechtspolitische Entscheidung kritisiert *Kirschhöfer*, Der Konzern 2005, 22 (26).

4 So im Ergebnis auch der Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 98 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)); *Klawitter*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, ■2. Aufl. Zitat prüfen ■ § 25 Rz. 51; *Uwe H. Schneider/v. Buttlar*, ZIP 2004, 1621 (1624).

5 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 98 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)); *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 21.

6 Entwurf des ■Emittentenleitfadens (Stand 22.12.2004), S. 92.

7 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 22.

8 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 99 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)); *Uwe H. Schneider/v. Buttlar*, ZIP 2004, 1621 (1624); unklar *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 44, der den Zugang zu Insiderwissen der Mitarbeiter des Emittenten aus ihrer Beteiligung am Emittenten oder an verbundenen Unternehmen als erfasst ansieht. Er klärt aber nicht, wie ein Mitarbeiter des Emittenten über seine gesellschaftsrechtliche Beteiligung an verbundenen Unternehmen Zugang zu Insiderkenntnissen bei Emittenten erlangt. Zudem wird der Mitarbeiter dann gerade nicht in seiner Funktion als Beschäftigter des Emittenten tätig. Nur in dieser ist er aber von § 15b erfasst.

#### 4. Ausnahme

- 26 Der **Vertreter der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft** bzw. der **Abschlussprüfer** und eventuelle **Gehilfen** sind ausdrücklich von der Führung von Insiderverzeichnissen befreit (§ 15b Abs. 1 Satz 4 WpHG, § 323 Abs. 1 Satz 1 HGB). Ausweislich der Gesetzgebungsmaterialien soll mit dieser Bestimmung Art. 12 Abs. 3 der Marktmissbrauchs-Richtlinie umgesetzt werden, der bestimmt, dass innerstaatliche Vorschriften über das Berufsgeheimnis gewahrt bleiben. So recht zu überzeugen vermag dieser Hinweis jedoch nicht, denn mit dieser Begründung hätte man auch Rechtsanwälte des Emittenten freustellen müssen<sup>1</sup>.
- 27 Die Befreiung des § 15b Abs. 1 Satz 4 gilt allerdings nur, wenn die Wirtschaftsprüfungsgesellschaft bzw. der Wirtschaftsprüfer in der Eigenschaft als Abschlussprüfer tätig wird. In diesem Fall muss der Emittent die prüfende Gesellschaft bzw. den Prüfer und dessen Gehilfen im eigenen Insiderverzeichnis führen. Soweit die Gesellschaft bzw. der Prüfer **andere Dienstleistungen als die Abschlussprüfung** erbringt, also beispielsweise Beratungsleistungen anbietet, gelten dieselben Verpflichtungen wie für andere Dienstleister. In diesem Fall muss die Gesellschaft bzw. der Prüfer ein eigenes Insiderverzeichnis führen und ihre/seine Mitarbeiter nach § 15b Abs. 1 Satz 3 belehren<sup>2</sup>.

## VI. Pflicht zur Führung und Aktualisierung des Insiderverzeichnisses (§ 15b Abs. 1 Satz 1, 2)

### 1. Anlass, Art und Aufbau des Verzeichnisses

#### a) Anlass

- 28 Die Pflicht zur Führung des Insiderverzeichnisses wird ausgelöst, sobald im Unternehmen **Insiderinformationen vorhanden sind** oder **sich abzeichnet**, dass solche Informationen mit Wahrscheinlichkeit entstehen werden<sup>3</sup>. Der Tatbestand muss bereits im Vorfeld der Entstehung von Insiderinformationen eingreifen, da andernfalls seine vorbeugende Funktion (s. oben Rz. 3) leer liefe. Damit beantwortet sich auch eine in der Praxis auftauchende Frage, nämlich ob aus dem Umstand, dass ein Insiderverzeichnis angelegt wurde, zwingend gefolgert werden kann, dass bereits zu diesem Zeitpunkt eine Insiderinformation vorlag mit der Folge einer Ad-hoc-Publizitätspflicht. Einen solchen zwingenden Zusammenhang kann man – wie dargelegt – nicht herstellen<sup>4</sup>.

1 Kritisch nun auch *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 26; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 32, Fn. 58; *Freiherr von Falkenhausen/Widder*, BB 2005, 225.

2 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 99 (www.bafin.de); *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 27; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 32; *Klawitter*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, ■2. Aufl. Zitat prüfen■ § 25 Rz. 47; *Uwe H. Schneider/v. Buttlar*, ZIP 2004, 1621 (1624).

3 *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 41.

4 So auch *Harbarth*, ZIP 2005, 1898 (1903).

**b) Art des Verzeichnisses**

Es steht im Ermessen des Emittenten oder Dienstleisters, wie er das Verzeichnis aufbaut, solange den Vorgaben der § 15b WpHG, §§ 14–16 WpAIV **Text S.** **■** genügt wird, die BaFin also feststellen kann, wann welche Person bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderwissen hatte<sup>1</sup>. Maßstab ist demnach, ob das Verzeichnis richtig und vollständig ist (vgl. § 39 Abs. 2 Nr. 8). Der Verantwortliche kann auch mehrere Formen des Aufbaus miteinander kombinieren. Zudem ist es ihm freigestellt, ob er das Verzeichnis in Papierform oder elektronisch führt, solange gewährleistet ist, dass das Verzeichnis innerhalb angemessener Zeit lesbar ist. Die BaFin schlägt im Emittentenleitfaden zwei Formen des Aufbaus vor<sup>2</sup>:

Der Emittent oder Dienstleister kann das Verzeichnis nach konkreten Insiderinformationen oder Projekten unterteilen und die Personen benennen, die Zugang zu dieser konkreten Information oder diesem konkreten Projekt haben. Ein solcher insiderinformations- oder **projektbezogener Aufbau** wird regelmäßig dann sinnvoll sein, wenn der Emittent nur gelegentlich in Kontakt mit Insiderinformationen kommt oder wenn der Dienstleister nur punktuell für einen Emittenten tätig wird. Die Einrichtung eines solchen Verzeichnisses wird regelmäßig bereits im Vorfeld des Entstehens der Insiderinformation notwendig. Gerade wenn sich der Vorgang, der eine spätere Insiderinformation begründet, über einen längeren Zeitraum erstreckt und an dem Projekt mehrere Mitarbeiter beteiligt sind (z.B. freundliche oder feindliche Übernahmen, Kapitalmaßnahmen zur Sanierung des Unternehmens etc.), müssen die beteiligten Personen bereits im Zeitpunkt der Entstehung der Insiderinformation erfasst sein<sup>3</sup>. Die BaFin hat deshalb zu Recht im Emittentenleitfaden klargestellt, dass die Aufnahme eines Projekts in ein derartiges Insiderverzeichnis als solches noch nicht den Schluss rechtfertigt, dass bereits eine ad-hoc-publizitätspflichtige Insiderinformation vorliegt. Denn gerade der Zweck des Verzeichnisses erfordert es, bereits *im Vorfeld* alle Projekte zu erfassen, von denen zu erwarten ist, dass aus ihnen eine Insiderinformation entstehen wird. Der für den Charakter einer ad-hoc-publizitätspflichtigen Insiderinformation erforderliche Konkretisierungsgrad liegt zu diesem Zeitpunkt regelmäßig noch nicht vor.

Der Emittent oder Dienstleister kann das Verzeichnis anhand der unternehmens-eigenen **Funktions- und Vertraulichkeitsbereiche** gliedern. Es müssen dann alle Bereiche aufgenommen werden, in denen bestimmungsgemäß (dazu unten Rz. **■**39) Insiderinformationen anfallen. Bei einem derartigen Aufbau muss die Insiderinformation konkret nicht genannt werden. Dies wäre auch schwierig, wenn in einer Abteilung täglich mehrere Insiderinformationen anfallen. Notwendig ist nur, die Bereiche so konkret zu bezeichnen, dass ihnen die Insiderinformationen unproblematisch zugeordnet werden können und dass feststeht, welche konkreten Personen Zugriff auf diese Informationen hatten<sup>4</sup>. Als Funktions- und Vertraulichkeitsbereiche, die sich für eine Gliederung eignen, kommen in Betracht: Vorstand, Aufsichtsrat, Rechtsabteilung, Controlling und Finanzen, Public- oder Investor-Relations sowie die Compliance-Abteilung.

1 Von diesem Grundsatz geht auch der Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 100 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)), aus.

2 **■**Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 100 ff. ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)).

3 **■**Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 100 f. ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)).

4 Ebenso *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 42.



### c) Aufbau des Verzeichnisses

- 32 Wie stark das Verzeichnis untergliedert wird, hängt von den tatsächlich bestehenden **Funktions- und Vertraulichkeitsbereichen** im Unternehmen und damit von der konkreten Organisation und dem Geschäftsfeld des Emittenten oder Dienstleisters ab. Man kann es in Abteilungen, einzelne Teams oder Personen gliedern. Dem Ersteller des Verzeichnisses obliegt es einzuschätzen, in welchen Bereichen des Unternehmens typischerweise Insiderinformationen anfallen und welche Personen bestimmungsgemäß darauf Zugriff haben.
- 33 Das Ermessen in Bezug auf den Aufbau des Verzeichnisses wird begrenzt durch seine Funktion. Haben innerhalb einer großen Abteilung regelmäßig nur einzelne Personen bestimmungsgemäß Zugriff auf Insiderinformationen, darf nicht die ganze Abteilung in das Verzeichnis aufgenommen werden, sondern nur der abgegrenzte Personenkreis. Der Emittentenleitfaden nennt als Beispiel die Buchhaltung<sup>1</sup>. Deren Mitarbeiter haben im Rahmen ihrer Aufgabe ausschließlich Kenntnis einzelner Zahlen und Fakten, die für sich gesehen noch keine Insiderinformation darstellen, sondern die sich erst im Zusammenspiel mit anderen Fakten und Zahlen zu einer solchen verdichten können. In das Insiderverzeichnis sind daher nur die Personen der Buchhaltung aufzunehmen, die den Gesamtüberblick haben.
- 34 Das dem Emittenten oder Dienstleister zustehende Ermessen ist auch überschritten, wenn pauschal alle Mitarbeiter in das Verzeichnis aufgenommen werden<sup>2</sup>. Die Funktion des Verzeichnisses als Ermittlungswerkzeug für die BaFin würde so vereitelt. Nur wenn es sich um ein kleines Unternehmen mit sehr wenigen Mitarbeitern handelt, bei denen wirklich alle Beschäftigten bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben, wie z.B. bei Ad-hoc-Dienstleistern, umfasst das Verzeichnis alle im Betrieb tätigen Personen.
- 35 In **Anwaltskanzleien** stellt sich die Frage, ob nicht die Software zur Abrechnung der billable hours ausreichend ist, um ein Insiderverzeichnis zu erstellen. Eine solche Lösung dürfte nicht genügen<sup>3</sup>. Zwar erlaubt die Software genau nachzuvollziehen, wer in welcher Zeitspanne an welchem Fall gearbeitet hat. Sie unterscheidet jedoch nicht danach, ob man bestimmungsgemäß oder nur zufällig Zugang zu Insiderinformationen hatte und ob es innerhalb der Kanzlei besondere Vertraulichkeitsbereiche gibt oder nicht.
- 36 Bei zur **Verschwiegenheit verpflichteten Personen** sind anlassbezogene Verzeichnisse zu führen, also für jeden Mandanten ein Insiderverzeichnis<sup>4</sup>. Denn im Falle eines Herausgabeverlangens der BaFin würde der Dienstleister sonst seine berufliche Schweigepflicht verletzen, wenn er mehr Daten herausgibt als unbedingt erforderlich. Dies steht auch in Einklang mit der Marktmissbrauchs-Richtlinie, die in ihrem Art. 12 Abs. 3 gerade betont, dass die Kompetenzen der Aufsicht die innerstaatlichen Rechtsvorschriften über das Berufsgeheimnis unberührt lassen.

1 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 101 (www.bafin.de).

2 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 101 (www.bafin.de); *Schwintek*, Das Anleger-schutzverbesserungsgesetz, S. 44; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 15b WpHG Rz. 38; *Rodewald/Tüxen*, BB 2004, 2249 (2252); *Uwe H. Schneider/v. Buttlar*, ZIP 2004, 1621 (1626).

3 Ebenso *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 37.

4 Kritisch *Freiherr von Falkenhausen/Widder*, BB 2005, 225, der dies als unverhältnismäßig ansieht.

## 2. In das Verzeichnis aufzunehmende Personen

### a) Überblick

Hinsichtlich der Personen, die im Insiderverzeichnis zu erfassen sind, stellt § 15 Abs. 1 Satz 1 zwei Voraussetzungen auf. Die Personen müssen für den Emittenten oder Dienstleister tätig sein und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben. Diese Informationen müssen ihrerseits einen **direkten oder indirekten Bezug zum Emittenten** aufweisen (Art. 5 Abs. 1 a.E. der Durchführungs-Richtlinie). Diese Einschränkung kommt im Wortlaut des § 15b nicht ausreichend zum Ausdruck. Anhaltspunkte dafür, dass der Gesetzgeber über die Vorgaben der Richtlinie hinausgehen und auch Insiderinformationen bezüglich anderer Unternehmen erfassen wollte, fehlen<sup>1</sup>. Daher ist § 15b Abs. 1 Satz 1 richtlinienkonform zu interpretieren. 37

Wie ein Blick auf Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 Satz 1 der Marktmissbrauchs-Richtlinie zeigt, meint der Begriff des „Tätigseins“ Beschäftigte, die **auf arbeitsvertraglicher Grundlage** oder **anderweitig** bei dem Emittenten oder Dienstleister beschäftigt sind. Der Begriff ist damit weit zu verstehen. Es kommt nicht auf die Art des Vertrags an<sup>2</sup>, sondern auf die Tatsache, dass die Person innerhalb des Unternehmens **tatsächlich beschäftigt** ist, so dass auch die Bestellung zum Organ ohne Anstellungsvertrag, die freie Mitarbeit<sup>3</sup> und faktische Arbeitsverhältnisse<sup>4</sup> ausreichen. Bloße Gefälligkeitsverhältnisse sind ebenfalls erfasst (z.B. unentgeltlich mitarbeitende Familienangehörige), solange die Person nur in das Unternehmen eingebunden ist. Ein Kriterium hierfür ist die Weisungsabhängigkeit des Betroffenen, ein anderes die direkte Einbindung der Person in Betriebsabläufe. Abzugrenzen ist dieser weit verstandene Personenkreis der Mitarbeiter von den Selbstständigen<sup>5</sup>, die ihrerseits aber in die Kategorie der Dienstleister fallen können, sofern sie im Interesse des Emittenten tätig sind (s. oben Rz. ■17 ff.). 38

Die für den Emittenten oder Dienstleister tätige Person muss **bestimmungsgemäß** Zugang zu Insiderinformationen haben. Der Emittentenleitfaden verwendet nicht die Formulierung „bestimmungsgemäß“, sondern „typischerweise“<sup>6</sup>. Diese Formulierung bringt zum Ausdruck, dass es nicht darum gehen kann, ob das Arbeitsverhältnis der betroffenen Person gezielt darauf angelegt ist, mit Insiderinformationen umzugehen<sup>7</sup>. Aus Art. 5 Abs. 1 der Durchführungs-Richtlinie ergibt sich vielmehr, dass bei § 15b der **regelmäßige oder anlassbezogene Zugang** zu Insiderinformationen ausreichend ist. Das Merkmal „bestimmungsgemäß“ setzt voraus, dass ein Ursachenzusammenhang zwischen der Eigenschaft als Beschäftigter und dem Zugang zu Insiderinformationen besteht<sup>8</sup>. Gerade weil die Person beim Emittenten oder Dienstleister mit einer bestimmten Aufgabe betraut wurde, muss sie 39

1 RegE AnSVG v. 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 36.

2 Ebenso der ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 99 f. (www.bafin.de).

3 *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 44.

4 *Schäfer*, in: Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG, ■2. Aufl. Zitat prüfen ■ § 13 Rz. 95.

5 Anders offenbar *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 44, der auch alle unternehmensexternen Dritte als für den Emittenten „tätig“ ansehen will.

6 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 97 (www.bafin.de).

7 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 35 f.; anders aber unten *Vogel*, § 38 Rz. 8 zum strafrechtlichen Begriff des Primärsiders.

8 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 34; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 22, 41.

regelmäßig oder anlassbezogen Zugang zu Insiderinformationen haben. **Nicht ausreichend** ist daher ein bloß **zufälliger Zugang** zu solchen Informationen oder gar ein **widerrechtlicher Zugang** oder eine **Kenntniserlangung bei Gelegenheit** einer anderen Tätigkeit<sup>1</sup>. Der Tatbestand setzt damit voraus, dass der Emittent oder Dienstleister seinen Mitarbeiter so beschäftigt hat, dass dieser stets Zugang zu Insiderinformationen hat oder dass er anlässlich eines bestimmten Projekts mit Insiderinformationen in Kontakt kommen kann<sup>2</sup>. Die Abgrenzung kann im Einzelfall schwierig sein und es ist dem Emittenten oder Dienstleister im Rahmen des ihm zustehenden Bewertungsspielraums zuzugestehen, dass er eine Person im Zweifelsfall vorsorglich in das Verzeichnis aufnimmt<sup>3</sup>. Nicht zulässig wäre es dagegen, der Einfachheit halber alle Mitarbeiter des Emittenten oder Dienstleisters pauschal aufzunehmen (s. oben Rz. ■34).

- 40 Über das Kriterium des „**Zugangs**“ zu Insiderinformationen soll sichergestellt werden, dass nicht nur diejenigen aufgeführt werden, die tatsächlich über Insiderinformationen verfügen, sondern auch diejenigen, die bestimmungsgemäß die bloße Möglichkeit der Kenntniserlangung haben<sup>4</sup>.
- 41 Mit dem Begriff der **Insiderinformation** wird auf § 13 Bezug genommen. Es muss sich also um nicht öffentlich bekannte, hinreichend konkrete Informationen über den Emittenten oder über das Insiderpapier handeln. Es kann sich um den Emittenten „unmittelbar“ betreffende Informationen handeln, deren Veröffentlichung nach § 15 zu erfolgen hat. Weiterhin kann es sich um Informationen handeln, deren Veröffentlichung wegen § 15 Abs. 3 vorübergehend ausgesetzt ist. Schließlich muss beachtet werden, dass § 15b nicht auf die Veröffentlichungspflicht nach § 15, sondern direkt auf den Begriff der Insiderinformation in § 13 Bezug nimmt. Daher kann es sich auch um Informationen handeln, die zwar Insiderinformationen i.S. des § 13 sind, die den Emittenten aber nicht „unmittelbar“ betreffen und daher nicht nach § 15 zu veröffentlichen sind<sup>5</sup>. Bestätigt wird diese Auslegung durch die Formulierung von Art. 5 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG, die einen direkten oder indirekten Bezug zum Emittenten ausreichen lässt.

#### b) Einzelfälle

- 42 Damit zählen zu dem in das Verzeichnis aufzunehmenden Personenkreis insbesondere diejenigen Mitarbeiter eines Unternehmens, die als Primärinsider i.S. des § 38 Abs. 1 Nr. 2 lit. a bis c gelten<sup>6</sup>. Erfasst sind damit zunächst die Führungspersonen des Unternehmens. Hierbei kann man auf die Definition des § 15a Abs. 2 zurückgreifen, der diesen Personenkreis umschreibt. Allerdings muss man beden-

1 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 100 (www.bafin.de); *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 15b WpHG Rz. 35.

2 Aufgrund der Definition der Insiderinformation unterfallen auch solche Personen nicht dem Anwendungsbereich des § 15b Abs. 1 Satz 1, die erst nach einer Ad-hoc-Veröffentlichung gemäß § 15 von der Information Kenntnis erlangen. Denn zu diesem Zeitpunkt hat die Information ihren Charakter als Insiderinformation bereits verloren.

3 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 15b Rz. 36.

4 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 99 (www.bafin.de).

5 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 15b Rz. 37; *Holzborn/Israel*, WM 2004, 1948 (1953).

6 RegE AnSVG v. 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 36; *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 44; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 15b WpHG Rz. 30.

ken, dass § 15a nur die Emittenten von Aktien erfasst, während § 15b die Emittenten aller Arten von Finanzinstrumenten meint. Unter Berücksichtigung dieser Vorgaben sind als Mitarbeiter des Emittenten die Mitglieder des Geschäftsführungsorgans (insbesondere also **Vorstandsmitglieder der AG, geschäftsführungs- und vertretungsbefugte persönlich haftende Gesellschafter der KGaA und Geschäftsführer der GmbH**) zu nennen. Auch die **Mitglieder der Aufsichtsratsorgane** zählen zu diesem Personenkreis. Schließlich gehören die in § 15a Abs. 2 erwähnten „**top executives**“ zu diesem Kreis (dazu oben § 15a Rz. ■27). Die in § 15a Abs. 3 genannten Angehörigen sind nicht per se aufzunehmen, sondern nur dann, wenn sie im Einzelfall für den Emittenten tätig werden und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben (s. oben Rz. ■38)<sup>1</sup>.

Innerhalb der Angestellten des Unternehmens sind nur solche Personen von § 15b 43 erfasst, die entsprechend der ihnen zugewiesenen Aufgabe bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben, also vor allem Mitarbeiter der Bereiche **M&A, Controlling** und **Bilanzierung** (soweit sie mit Jahres- und Quartalsabschluss Berührung haben). Sämtliche Personen, die an der Entscheidung über eine **Befreiung von der Ad-hoc-Publizitätspflicht** nach § 15 III 1 beteiligt waren, sind aufzunehmen. Personen, die diese Entscheidung vorbereitet oder begleitet haben, sind ebenfalls im Insiderverzeichnis zu benennen<sup>2</sup>. Auch **Vorstandsassistenten** haben regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen<sup>3</sup>. Gleiches gilt für Mitglieder des Betriebsrats und des Wirtschaftsausschusses. Ebenfalls in den Anwendungsbereich fallen **Sekretariate** der Personen, die Zugang zu Insiderinformationen haben, sofern es zu den Aufgaben des Sekretariats gehört, bei der Tätigkeit zuzuarbeiten, bei der bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen erlangt wird. Fraglich ist, ob auch das Sekretariat eines Aufsichtsratsmitglieds noch erfasst ist, da das Mandat höchstpersönlicher Natur ist<sup>4</sup>. Der Gesichtspunkt der höchstpersönlichen Natur ist nicht ausschlaggebend. Es kommt entscheidend darauf an, wie das Sekretariat eingesetzt wird. Erhält es bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen, ist es von § 15b erfasst.

Die **Mitarbeiter der Datenverarbeitung**, die aufgrund ihrer Administratorrechte 44 Zugang zum internen E-Mail-Verkehr oder den Datenbanken des Emittenten oder Dienstleisters haben, sind nicht in das Insiderverzeichnis aufzunehmen. Denn es sind nur Personen aufzunehmen, die *bestimmungsgemäß* Zugang zu Insiderinformationen haben. Damit reicht der zufällige oder bei Gelegenheit einer anderen Tätigkeit erlangte Zugang zu Insiderinformationen gerade nicht aus (s. oben Rz. ■39). Es gehört nicht zu den Aufgaben der Administratoren, sich mit dem Inhalt von Dateien und Mails auseinander zu setzen. Administratoren haben daher keinen

1 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 32.

2 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 64 (www.bafin.de); *Tollkühn*, ZIP 2004, 2215 (2219). Nach § 8 Abs. 5 Nr. 2 WpAIV ■Text S.■ sind bei späterer Veröffentlichung der Insiderinformation der BaFin die Insider zu benennen, was praktisch nur mit Vorlage der geführten Insiderverzeichnisse möglich ist, *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642 (644).

3 Anders als § 15a Abs. 2 setzt § 15b nicht voraus, dass die Mitarbeiter eigenverantwortlich strategische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven dieses Emittenten treffen können, dazu oben § 15a Rz. ■27. Daher sind bei § 15b auch Vorstandsassistenten ohne Letztentscheidungsmacht erfasst.

4 Diese Frage wirft *Klawitter*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, ■2. Aufl. Zitat prüfen■§ 25 Rz. 48, auf, lässt sie aber unentschieden.

bestimmungsgemäßen Zugang zum Inhalt von insiderrelevanten E-Mails oder Datenbanken<sup>1</sup>.

- 45 Andere Bereiche des Unternehmens, z.B. die **Rechtsabteilung**, die übrigen **Finanzbereiche**, die **Produktion**, die **Forschung und Entwicklung** und die **Werbeabteilung** dürften kaum regelmäßigen Zugang zu Insiderinformationen haben. Sie sind also nur dann erfasst, wenn sie anlassbezogenen Zugang zu Insiderinformationen haben.
- 46 Bei Emittenten, die in einen **Konzern** eingebunden sind, wird die Frage diskutiert, ob Organmitglieder verbundener Unternehmen oder Mitarbeiter des dortigen Beteiligungsmanagements im Rahmen der Konzernleitung als von § 15b erfasst angesehen werden können<sup>2</sup>. Sie können zwar im Einzelfall im Rahmen der ihnen zugewiesenen Aufgabe über Insiderinformationen verfügen, was sicherlich dafür spräche, sie einzubeziehen. Allerdings fehlt bei § 15b eine Konzernklausel (s. oben Rz. ■14, 24). Die Organmitglieder und Mitarbeiter eines verbundenen Unternehmens gelten nicht als Beschäftigte des Emittenten und unterfallen daher grundsätzlich nicht dem Anwendungsbereich des § 15b<sup>3</sup>. Nur falls der einzelne Mitarbeiter der Mutter- oder Tochtergesellschaft noch eine direkte vertragliche Anbindung auch zum Emittenten hat, wird er/sie für den Emittenten tätig und ist im Falle des bestimmungsgemäßen Zugangs zu Insiderinformationen in das Insiderverzeichnis des Emittenten aufzunehmen<sup>4</sup>.
- 47 Da das Insiderrecht eine extraterritoriale Wirkung entfaltet, sind auch die entsprechenden **Mitarbeiter im Ausland** in das Insiderverzeichnis aufzunehmen<sup>5</sup>.
- 48 Ein Zweck des Insiderverzeichnisses ist es, die Insiderüberwachung zu vereinfachen und der BaFin Ermittlungen zu erleichtern. Schaltet der Emittent **externe Dienstleister** ein, müssen diese ein eigenes Insiderverzeichnis führen. Damit die BaFin überhaupt weiß, dass und wann ein Dienstleister eingeschaltet wurde, muss im Insiderverzeichnis des Emittenten die **Bauftragung von Dienstleistern** vermerkt werden. Da der Dienstleister ein eigenes Insiderverzeichnis führen muss, ist der Emittent bei der Führung seines Insiderverzeichnisses nicht verpflichtet, seinerseits auch alle vom Dienstleister eingeschalteten Mitarbeiter aufzuführen. Ausreichend ist die Nennung des Namens des (Dienstleistungs-)Unternehmens und eines dortigen Ansprechpartners<sup>6</sup>.

1 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 100 (www.bafin.de); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 40.

2 So *Klawitter*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, ■2. Aufl. Zitat prüfen■ § 25 Rz. 49; *Kirschhöfer*, *Der Konzern* 2005, 22 (25); *Uwe H. Schneider/v. Buttler*, ZIP 2004, 1621 (1624); ebenso wohl *Schwintek*, *Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz*, S. 44.

3 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 98 (www.bafin.de); *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642 (644).

4 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 98 (www.bafin.de).

5 *Kirschhöfer*, *Der Konzern* 2005, 22 (24); *Uwe H. Schneider/v. Buttler*, ZIP 2004, 1621 (1625); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 39; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 23; *Klawitter*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, ■2. Aufl. Zitat prüfen■ § 25 Rz. 60.

6 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 31. Im Ergebnis ebenso *Klawitter*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, ■2. Aufl. Zitat prüfen■ § 25 Rz. 50.

**c) Bewertung**

Im Ergebnis ist ein recht großer Kreis von Personen in das Insiderverzeichnis aufzunehmen. Für den Emittenten und den Dienstleister verursacht § 15b Abs. 1 Satz 1 einen erheblichen administrativen Aufwand<sup>1</sup>. Zwar wird bisweilen behauptet, dass dieser Aufwand dadurch begrenzt werde, dass grundsätzlich jede Insiderinformation, die unmittelbar den Emittenten betreffe, sogleich ad-hoc zu veröffentlichen sei. Damit müssten Insiderinformationen nach neuem Recht früher Insider limitierte<sup>2</sup>. Diese Argumentation überzeugt jedoch nicht. Allein der Umstand, dass später die Insiderinformation ad-hoc zu veröffentlichen ist, lässt nicht die Pflicht zur Aufnahme aller mit der Information in Berührung kommenden Mitarbeiter entfallen. Denn diese können in der kurzen Zeitspanne zwischen Entstehen der Information und ihrer Veröffentlichung nach § 15b durchaus Insidergeschäfte tätigen. Der entscheidende Gesichtspunkt dürfte sein, ob es dem Emittenten oder Dienstleister gelingt, die Zahl der Personen, die überhaupt Kontakt zu Insiderinformationen haben, zu begrenzen. Die Zeitspanne zwischen Entstehen und Veröffentlichung der Information ist von nicht so zentraler Bedeutung für die Zahl der in § 15b erfassten Personen. Denn dort sind nur diejenigen zu erfassen, die *bestimmungsgemäß* Zugang zu Insiderinformationen haben, nicht aber auch diejenigen, die zufällig davon erfahren (s. oben Rz. ■39). Wären auch diese Personen erfasst, käme es in der Tat auf die Zeitspanne zwischen Entstehen und Veröffentlichung der Information an.

**3. Inhalt des Verzeichnisses****a) Allgemeine Angaben**

Einzelheiten über den Inhalt des Verzeichnisses regelt § 14 WpAIV ■Text S.■. Das Verzeichnis muss die deutlich hervorgehobene Überschrift „Insiderverzeichnis nach § 15b WpHG“ tragen (§ 14 Satz 1 Nr. 1 WpAIV). Weiterhin muss es den Namen des zur Führung des Insiderzeichnisses verpflichteten Emittenten oder Dienstleisters enthalten (§ 14 Satz 1 Nr. 2 WpAIV). Delegiert dieser seinerseits die Verantwortung auf Mitarbeiter (z.B. den Compliance-Beauftragten) oder Dritte, ist zusätzlich auch deren Vor- und Familienname, bei juristischen Personen deren Firma anzugeben (§ 14 Satz 1 Nr. 2 WpAIV).

**b) Angaben über die zu erfassenden Personen**

Während § 15b Abs. 1 Satz 1 festlegt, welche Personen in das Insiderverzeichnis aufzunehmen sind (dazu s. oben Rz. ■37 ff.), regelt § 14 Satz 1 Nr. 3 WpAIV die Frage, welche Daten über diese Personen erfasst werden müssen. Mit dieser Vorgabe wird Art. 5 Abs. 2 lit. a der Durchführungs-Richtlinie umgesetzt. Zu erfassen sind jeweils der Vor- und Familienname, Tag und Ort ihrer Geburt sowie ihre Privat- und Geschäftsanschrift (§ 14 Satz 1 Nr. 3 WpAIV). Bei juristischen Personen ist allein die Geschäftsadresse sowie der Vor- und Nachname des Ansprechpart-

1 Zustimmend *Klawitter*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, ■2. Aufl. Zitat prüfen■ § 25 Rz. 48; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 15b WpHG Rz. 2; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 5.

2 So *Klawitter*, in: Habersack/Mülbert/Schlitt, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, ■2. Aufl. Zitat prüfen■ § 25 Rz. 48.



ners zu verzeichnen. Die Angaben zu Tag und Ort der Geburt natürlicher Personen sowie ihre Privat- und Geschäftsanschrift können durch eine Bezugnahme auf ein anderes Verzeichnis ersetzt werden, das diese Daten enthält (§ 14 Satz 2 WpAIV). Sie müssen jederzeit unverzüglich im Insiderverzeichnis ergänzt werden können (§ 14 Satz 3 WpAIV). Wird das Insiderverzeichnis auf Anforderung an die Bundesanstalt übermittelt, muss es diese Angaben enthalten (§ 14 Satz 4 WpAIV).

### c) Grund für die Aufnahme sowie Zeitangaben

- 52 Das Verzeichnis wird nur dann seinen Funktionen gerecht (dazu s. oben Rz. 3 f.), wenn auch der Grund für die Erfassung der jeweiligen Person im Verzeichnis vermerkt ist. Daher verlangt Art. 5 Abs. lit. b der Durchführungs-Richtlinie und der zu seiner Umsetzung ergangene § 14 Satz 1 Nr. 4 WpAIV entsprechende Angaben im Verzeichnis. Bei einem anlassbezogen aufgebauten Verzeichnis ist daher die Angabe des Projekts (z.B. „Übernahme des Unternehmens X“) und bei einem nach Funktions- und Vertraulichkeitsbereichen gegliederten Verzeichnis die Angabe des Bereichs (z.B. „Mitarbeiter des Bereichs M&A“) notwendig. Nur dann kann die BaFin ggf. eine bestimmte Insiderinformation auch einzelnen Mitarbeitern zuordnen.
- 53 Aus dem gleichen Grund muss das Datum, ab dem die jeweilige Person Zugang zu Insiderinformationen hatte, und ggf. das Datum, seit dem der Zugang nicht mehr besteht, vermerkt werden (§ 14 Satz 1 Nr. 5 WpAIV). Die Angabe einer Uhrzeit ist nicht notwendig. Eine entsprechende Verpflichtung, die noch im Entwurf der WpAIV enthalten war<sup>1</sup>, wurde nach heftiger Kritik<sup>2</sup> nicht in die endgültige Fassung der WpAIV übernommen. Die Zeitangaben hängen im Übrigen davon ab, wie das Insiderverzeichnis geführt wird. Bei einem anlassbezogenen Verzeichnis ist anzugeben, seit wann die einzelne Person Zugang zu der jeweiligen Information besitzt bzw. in das Projekt eingebunden ist und ggf. wann sie wieder ausgeschieden ist oder das Projekt beendet wurde. Wurde die Insiderinformation nach § 15 publiziert, liegt keine Insiderinformation mehr vor, so dass dies der Beendigung des Projekts gleichkommt. Bei einem nach Funktions- oder Vertraulichkeitsbereichen gegliederten Verzeichnis kommt es darauf an, seit wann die jeweilige Person dem entsprechenden Bereich angehört bzw. die entsprechende Funktion wahrnimmt<sup>3</sup>. Urlaubs- oder kürzere krankheitsbedingte Abwesenheiten sind nicht anzugeben<sup>4</sup>. Für die Frage, ab wann ein Zugang nicht mehr besteht, kommt es auf das endgültige oder längerfristige Ausscheiden der Person aus dem Bereich an.
- 54 Das Datum der Erstellung des Verzeichnisses ist anzugeben. Da das Verzeichnis laufend zu aktualisieren ist (dazu unten Rz. ■56 ff.), ist auch der Zeitpunkt der letzten Aktualisierung zu vermerken (§ 14 Satz 1 Nr. 6 WpAIV). Mit dieser Vorgabe wird Art. 5 Abs. lit. c der Durchführungs-Richtlinie umgesetzt.

1 DiskE WpAIV, ZBB 2004, 422 (443).

2 Gemeinsame Stellungnahme des Deutschen Aktieninstituts e.V. und des Bundesverbandes der Deutschen Industrie e.V. zum Entwurf einer Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – WpAIV) v. 22.9.2004, S. 9; ebenso *Freiherr von Falkenhausen/Widder*, BB 2005, 225 Fn. 7.

3 Liegt dieser Zeitpunkt vor dem Inkrafttreten des AnSVG, kann der 30.10.2004 als Beginn angegeben werden, ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 103 (www.bafin.de).

4 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 103 (www.bafin.de).

#### 4. Grenzüberschreitende Konstellationen

Der Emittentenleitfaden sieht vor, dass ein Emittent, der seinen Sitz in einem anderen Mitgliedstaat der EU oder einem anderen Vertragsstaat des EWR hat, das Insiderverzeichnis nach den aufsichtsrechtlichen Vorgaben dieses Staates führen darf. Die BaFin erkennt in diesen Fällen ein nach den Vorgaben dieses Staates erstelltes Insiderverzeichnis an, selbst wenn es sich z.B. in Art, Aufbau und Inhalt von den Vorgaben der deutschen Regelung unterscheidet<sup>1</sup>. Diese Vorgabe hat sich durch die trennschärfere Regelung des gemeinschaftsweiten Anwendungsbereichs des WpHG erübrigt, denn § 15b erfasst nur noch Inlandsemittenten i.S. des § 2 Abs. 7, wodurch zuvor mögliche Doppelungen der Pflicht zur Führung des Insiderverzeichnisses nun ausgeschlossen sind. Zu Drittstaaten sind sie weiterhin möglich.

#### 5. Pflicht zur Aktualisierung des Insiderverzeichnisses

##### a) Auslöser der Aktualisierungspflicht

§ 15b Abs. 1 Satz 2 verpflichtet die Emittenten und Dienstleister, die von ihnen zu führenden Insiderverzeichnisse unverzüglich zu aktualisieren. Der Gesetzgeber hat damit Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 der Marktmissbrauchs-Richtlinie und den zu seiner Konkretisierung ergangenen Art. 5 Abs. 3 der Durchführungs-Richtlinie umgesetzt. Nicht ausreichend ist eine regelmäßige, in bestimmten Zeitabständen vorgenommene Aktualisierung. Vielmehr wird die Aktualisierungspflicht bei jeder tatsächlichen Veränderung ausgelöst, wenn sie die bisherige Fassung des Insiderverzeichnisses unrichtig oder unvollständig werden lässt.

Dies ist der Fall, wenn sich der Grund für die Aufnahme von Personen in das Verzeichnis nachträglich ändert, wenn neue Personen zum Verzeichnis hinzuzufügen sind oder wenn im Verzeichnis erfasste Personen keinen Zugang zu Insiderinformationen mehr haben. Diese in § 15 WpAIV aufgeführten Fallgruppen sind lediglich Beispiele. Eine Vielzahl weiterer Fälle ist denkbar. So wird die Pflicht weiterhin dadurch ausgelöst, dass neue Projekte aufgelegt werden, die Insiderinformationen hervorbringen können. Auch Veränderungen im Kreis der Personen, die das Verzeichnis führen (z.B. Wechsel in der Person des Compliance-Beauftragten), lösen die Aktualisierungspflicht aus. Wie bereits dargelegt, sind urlaubs- oder kurzzeitige krankheitsbedingte Abwesenheiten kein Grund für die Aktualisierung (s. oben Rz. ■53).

Die BaFin muss erkennen können, zu welchem Zeitpunkt die Veränderung eingetreten ist. Zwar sieht Art. 5 Abs. 3 der Durchführungs-Richtlinie nur für den Fall, dass eine Person keinen Zugang zu Insiderwissen mehr hat, eine Pflicht vor, auch den Zeitpunkt dieser Änderung anzugeben. Aus dieser Regelung kann man aber nicht den Umkehrschluss ziehen, wonach das Datum der Änderung in den anderen genannten Fällen verzichtbar sei. Vielmehr hat die Regelung lediglich klarstellenden Charakter. Aus Art. 5 Abs. 2 lit. c ergibt sich nämlich, dass bei jeder Änderung das Änderungsdatum anzugeben ist. Hiervon gehen auch § 14 atz. 1 Nrn. 5 und 6 WpAIV aus (s. oben Rz. ■53 f.).

<sup>1</sup> ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 99 (www.bafin.de).

**b) Frist**

- 59 Der Emittent oder Dienstleister muss das Verzeichnis „unverzüglich“, d.h. **ohne schuldhaftes Zögern** (§ 121 Abs. 1 Satz 1 BGB), aktualisieren. Die **Frist beginnt** mit der Kenntnis des Emittenten von der tatsächlichen Veränderung. Das Tatbestandsmerkmal „unverzüglich“ unterscheidet sich von dem Rechtsbegriff „sofort“ (vgl. § 859 Abs. 3 BGB), der gleichbedeutend ist mit „so schnell wie objektiv möglich“. Mit dem Abstellen auf die Unverzüglichkeit wird dem Betroffenen also eine angemessene Frist zur Prüfung des Vorliegens der Tatbestandsvoraussetzungen und ggf. zur Einholung von Rechtsrat oder einer Auskunft der Bundesanstalt eingeräumt. Steht die Aktualisierungspflicht von vornherein völlig außer Frage, wäre jedes Zögern schuldhaft, und die Frist ist in einem solchen Fall faktisch eine sofortige. Der Meldepflichtige muss substantiiert darlegen, dass er unverzüglich gehandelt hat<sup>1</sup>.

**6. Aufbewahrung****a) Art der Aufbewahrung**

- 60 Es muss gewährleistet sein, dass die Daten sicher und verfügbar sind, gleichgültig, ob das Verzeichnis in Papierform oder elektronisch geführt wird. § 16 Abs. 1 Satz 2 WpAIV ■Text S.■ i.V.m. § 257 Abs. 3 Satz 1 HGB erlaubt u.a. das Einscannen oder Verfilmen der Daten, sofern die Übereinstimmung mit dem Original gewährleistet ist und die Daten innerhalb angemessener Frist lesbar gemacht werden können. Angesichts der modernen technischen Möglichkeiten ist eine Wiedergabe oder ein Ausdruck der archivierten Dokumente in sehr kurzer Zeit möglich, weshalb im ■?■neueren handelsrechtlichen Schrifttum von einer „prompten“ Lesbarkeit gesprochen wird<sup>2</sup>. Der Ausdruck der Dokumente bzw. das Aufsuchen im Archiv wird innerhalb eines Arbeitstages möglich sein.

**b) Aufbewahrungsfrist**

- 61 Die Daten sind nach ihrer Erstellung **sechs Jahre** aufzubewahren und danach zu vernichten (§ 16 Abs. 2 WpAIV). Mit dieser Lösung geht der deutsche Gesetzgeber über die Vorgabe von fünf Jahren in Art. 5 Abs. 4 der Durchführungs-Richtlinie hinaus<sup>3</sup>. Gemäß § 257 Abs. 5 HGB beginnt die Aufbewahrungsfrist mit dem Schluss des Kalenderjahrs, in dem die letzte Eintragung in das Handelsbuch, Inventar etc. gemacht wurde. Die Vorschrift des § 257 Abs. 5 HGB lässt sich nicht ohne weiteres auf Insiderverzeichnisse übertragen<sup>4</sup>. Es ist daher zu begrüßen, dass § 16 Abs. 2 WpAIV den Versuch unternimmt, die Frist zu konkretisieren. Danach sind die Daten nach ihrer Erstellung sechs Jahre so aufzubewahren, dass jederzeit für einen beliebigen Zeitraum in den letzten sechs Jahren nachgewiesen werden kann,

1 OLG München v. 16.11.1987 – 3 W 3109/87, WM 1988, 1408 (1409) (zu § 121 BGB).

2 *Merkt*, in: Baumbach/Hopt, HGB, 33. Aufl. 2008, § 257 HGB Rz. 2; vage dagegen *Adler/Düring/Schmaltz*, Rechnungslegung und Prüfung der Unternehmen, 6. Aufl. 2000, § 257 HGB Rz. 64; *Wiedmann*, in: Ebenroth/Joost/Boujong/Strohn, HGB, ■2. Aufl. 2008, Zitat prüfen■2001, § 257 Rz. 25 („Verhältnisse des Einzelfalls“).

3 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 62; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 54, nennen als Grund für diese Erweiterung die maximale strafrechtliche Verjährungsfrist von sechs Jahren. Der DiskE zur WpAIV ist insoweit leider vage, ZBB 2004, 422 (444).

4 Ebenso *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 48.

welche Personen Zugang zu Insiderinformationen hatten. Diese Frist beginnt für jeden aktualisierten Datensatz neu. Die Ausführungen der BaFin zur Aufbewahrungsfrist sind wenig erhellend. Sie stellt lediglich fest, dass mit jeder Aktualisierung die Frist neu zu laufen beginne<sup>1</sup>. Nimmt man diese Aussage wörtlich, gibt es keine alten Versionen, die man vernichten könnte. Das Verzeichnis wäre ewig fortzuführen. Dann aber ist die Regelung des § 16 Abs. 1 Satz 2 WpAIV i.V.m. § 257 Abs. 5 HGB überflüssig.

Auch die Formulierung des § 16 Abs. 2 Satz 2 WpAIV enthält eine Unschärfe<sup>2</sup>. Es ist unklar, was mit Datensatz gemeint ist. Wird der Datensatz einer bestimmten Person oder Abteilung innerhalb der Firma gemeint, wäre das Ergebnis kurios. Beispielsweise wäre ein langjähriges Vorstandsmitglied, dessen Datensatz länger als sechs Jahre unverändert blieb, aus dem Insiderverzeichnis zu löschen, obwohl er weiterhin Zugang zu Insiderinformationen hat. Es kann also nur auf das Gesamtverzeichnis ankommen. Sind die Dateien, in denen ältere Versionen des Gesamtverzeichnisses gespeichert sind, seit mehr als sechs Jahren unverändert, können und müssen sie gelöscht werden. Überschreibt das Programm, mit dessen Hilfe das Insiderverzeichnis geführt wird, automatisch Daten, die älter als sechs Jahre sind, gibt es immer nur einen – jeweils aktuellen – Datensatz über die letzten sechs Jahre<sup>3</sup>. Geht man von einem in Papierform verfassten Verzeichnis aus, führt jede Änderung dieses Insiderverzeichnisses dazu, dass eine neue Version des gesamten Verzeichnisses entsteht. Alte Versionen müssen nach Ablauf der Sechsjahres-Frist vernichtet werden. Da das Gesetz den Fristbeginn nicht regelt, ist auf die in Bezug genommene Regelung des § 257 Abs. 5 HGB zurückzugreifen, der auf den Schluss des Kalenderjahres abstellt, in dem die Daten erstellt wurden<sup>4</sup>. 62

### c) Vertraulichkeit und Pflicht zur Löschung

Da das Verzeichnis personenbezogene Daten enthält und Insiderinformationen enthalten kann, ist es so aufzubewahren, dass nur die im Unternehmen für die Führung des Verzeichnisses verantwortlichen Personen (z.B. Vorstand), die mit der Führung des Verzeichnisses konkret beauftragten Personen (z.B. Compliance-Mitarbeiter) oder die aufgrund ihres Berufs einer gesetzlichen Verschwiegenheitspflicht unterliegenden Personen (z.B. Wirtschaftsprüfer) Zugang haben (§ 16 Abs. 1 Satz 3 WpAIV). Sowohl das **aktuelle Verzeichnis** als auch **frühere Versionen** sind **streng vertraulich** zu behandeln. Grund für die angeordnete Geheimhaltung sind das Weitergabeverbot von Insiderinformationen und der Datenschutz<sup>5</sup>. Koch schlägt vor, dass besonders sensible Eintragungen in das Verzeichnis verschlüsselt vorgenommen werden dürfen<sup>6</sup>. Dieser Standpunkt überzeugt nicht, denn das gesamte Verzeichnis besteht aus sensiblen Eintragungen und ist daher insgesamt ge- 63

1 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 104 (www.bafin.de).

2 Die bereits im DiskE zur WpAIV angelegt ist, ZBB 2004, 422 (444).

3 Dies scheint die Fallkonstellation zu sein, die die BaFin bei ihrer missverständlichen Formulierung im Emittentenleitfaden vor Augen gehabt zu haben scheint, vgl. ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 103 (www.bafin.de).

4 Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 55; wohl auch Eckhold, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 63. Unschärf dagegen der ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 103 (www.bafin.de).

5 Heinrich, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 56; Diekmann/Sustmann, NZG 2004, 929 (933).

6 Koch, DB 2005, 267 (270).

heim zu halten. Aus der Vertraulichkeit des Verzeichnisses folgt weiterhin, dass ein Auskunftsanspruch der Aktionäre nach § 131 AktG ausgeschlossen ist<sup>1</sup>. Die im Verzeichnis eingetragenen Personen können dagegen nach § 34 BDSG Auskunft über den sie betreffenden Eintrag verlangen<sup>2</sup>. Aus Datenschutzgründen und aufgrund der Pflicht zur Vertraulichkeit sind Verzeichnisse **nach Ablauf der Aufbewahrungsfrist zu löschen** (§ 16 Abs. 2 Satz 3 WpAIV).

### 7. Pflicht zur Übermittlung

- 64 Die Bundesanstalt kann vom Emittenten und/oder dem Dienstleister die **Übermittlung** des aktuellen Insiderverzeichnisses und der früheren Fassungen der letzten sechs Jahre (s. oben Rz. ■61 f.) **verlangen** (§ 15b Abs. 1 Satz 2 Halbsatz 2). Anders als bei § 4 Abs. 3 wird kein Verdachtsfall vorausgesetzt<sup>3</sup>, denn es handelt sich um eine Börsenzulassungsfolgepflicht, der sich der Emittent mit der Beantragung der Zulassung unterwirft. Hiervon scheinen auch die Gesetzesmaterialien auszugehen, die allein bei § 4 Abs. 3 einen Eingriff in das Recht auf informationelle Selbstbestimmung annehmen<sup>4</sup>. Im Übrigen wäre die Regelung der Übermittlungspflicht in § 15b Abs. 1 Satz 2 überflüssig, wenn es auf einen Verdacht ankäme, da in diesem Fall die Übermittlung immer auch nach § 4 Abs. 3 verlangt werden könnte. Die Verzeichnisse sind auf **eigene Kosten** an die BaFin zu übersenden, wobei diese eine Übermittlung in elektronischer Form bevorzugt<sup>5</sup>. Die Liste ist **unverzüglich**, also ohne schuldhaftes Zögern, zu übermitteln. Dieses Tatbestandsmerkmal in § ■■ Satz 2 bezieht sich nicht nur auf die Aktualisierungspflicht, sondern auch auf die Übermittlungspflicht. Da die moderne Computertechnik einen jederzeitigen Ausdruck der Liste oder eine Umwandlung in eine versandfertige Datei ermöglicht, wird man das aktuelle Verzeichnis in kürzester Zeit übermitteln können. Archivierte Fassungen kann man innerhalb eines Arbeitstages reproduzieren (s. oben Rz. ■60). Rechnet man Postlaufzeiten ein, wird die Schwelle zur Ordnungswidrigkeit (s. unten Rz. ■79) daher regelmäßig dann überschritten, wenn das Verzeichnis später als am dritten Werktag nach Eingang des Verlangens beim Übermittlungspflichtigen bei der BaFin eingeht. Die Kompetenz der BaFin aus § 15 Abs. 1 Satz 2 Halbsatz 2 lässt die allgemeinen Auskunftsbefugnisse des § 4 unberührt<sup>6</sup>.

### 8. Mögliche Verfassungswidrigkeit

- 65 Es wird bezweifelt, ob die Regelung des § 15b mit dem Recht auf informationelle Selbstbestimmung in Einklang steht<sup>7</sup>. Europarechtlich veranlasste Regelungen sind nach inzwischen ständiger Rechtsprechung des Bundesverfassungsgerichts

1 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 57; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 15b WpHG Rz. 58; *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929 (933).

2 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 58; *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929 (933); im Ergebnis auch *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 15b WpHG Rz. 58 unter Hinweis aus § 241 Abs. 2 BGB.

3 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 15b WpHG Rz. 55; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 52; a.A. *Diekmann/Sustmann*, NZG 2004, 929 (932 f.); *Steidle/Waldeck*, WM 2005, 868 (872).

4 RegE AnSVG v. 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 30 und 36.

5 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 104 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)).

6 RegE AnSVG v. 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 36.

7 *Steidle/Waldeck*, WM 2005, 868 ff.

nur einer sehr beschränkten verfassungsgerichtlichen Kontrolle unterworfen<sup>1</sup>. Nur Spielräume bei der Umsetzung sind überprüfbar. Der Umfang der gespeicherten Daten und deren Übermittlung an die Aufsichtsbehörde sind jedoch in Art. 6 Abs. 3 Unterabs. 3 Marktmissbrauchs-Richtlinie und Art. 5 der Durchführungs-Richtlinie sehr detailliert vorgegeben, so dass dem deutschen Gesetzgeber hier gerade kein Umsetzungsspielraum verblieb. Die Geltendmachung von Grundrechtsverletzungen scheidet daher aus<sup>2</sup>. Angreifbar wäre allenfalls die Regelung, wonach die Verzeichnisse sechs Jahre lang aufzubewahren sind, da Art. 5 Abs. 4 der Durchführungs-Richtlinie hier nur fünf Jahre vorgibt.

### 9. Rechte des Betriebsrats

Fraglich ist, ob dem Betriebsrat hinsichtlich der Frage des „Ob“ der Errichtung eines Insiderverzeichnisses ein **Mitbestimmungsrecht** zusteht. Einschlägig erscheint der Tatbestand des § 87 Abs. 1 Nr. 6 BetrVG, doch stellt das Insiderverzeichnis keine technische Einrichtung dar, denn es findet keine vom menschlichen Erfassungsvermögen unabhängige technische, d.h. automatisierte Aufzeichnung des Verhaltens oder Leistung der Arbeitnehmer statt<sup>3</sup>. Technische Einrichtungen werden nur erfasst, wenn sie unmittelbar – ohne Hinzutreten weiterer Mittel – die Überwachungsergebnisse produzieren<sup>4</sup>. Insiderverzeichnisse werden nicht automatisch erstellt, sondern beruhen auf den Angaben, die der das Verzeichnis führende Mitarbeiter erhebt. Die herrschende Meinung sieht den Tatbestand aber auch dann als einschlägig an, wenn die Daten zwar nicht automatisch erhoben, wohl aber ausgewertet werden, was bei elektronisch geführten Insiderverzeichnissen der Fall wäre<sup>5</sup>. Das Mitbestimmungsrecht scheidet jedenfalls daran, dass es nach dem Gesetz nur eingreift „soweit eine gesetzliche oder tarifliche Regelung nicht besteht“<sup>6</sup>. Denn in diesem Fall hat der Unternehmer keinen Handlungsspielraum mehr. Sind die Voraussetzungen des § 15b Abs. 1 Satz 1 erfüllt, ist die Errichtung des Insiderverzeichnisses gesetzlich vorgeschrieben. Vorliegend wird ein mögliches Mitbestimmungsrecht des Betriebsrats also durch diese zwingende gesetzliche Vorgabe verdrängt. Gleiches gilt hinsichtlich des „Wie“ der Führung des Insiderverzeichnisses, da dies in der WpAIV abschließend festgelegt wird. 66

Von der Mitbestimmung zu trennen ist die Frage, ob der Emittent **den Betriebsrat** über die Errichtung eines Insiderverzeichnisses **informieren** muss. Dies wird zu Recht unter Hinweis auf das Gebot der vertrauensvollen Zusammenarbeit bejaht<sup>7</sup>. Denn das Informationsrecht greift nicht erst ein, wenn konkrete Aufgaben des Betriebsrats aktuell betroffen sind, sondern bereits dann, wenn sie potentiell betref-

1 BVerfG v. 22.10.1986 – 2 BvR 197/83, BVerfGE 73, 339, 387 (Solange II); BVerfG v. 10.12.1993 – 2 BvR 2134/92, 2 BvR 2159/92, NJW 1993, 3047, 3049 (Maastricht); BVerfG v. 7.6.2000 – 2 BvL 1/97, NJW 2000, 3124 ff. (Bananenmarktordnung).

2 So jetzt auch *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 15b WpHG Rz. 2 a.E.; *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 6.

3 *Richardi*, in: *Richardi*, BetrVG, 11. Aufl. 2008, § 87 BetrVG Rz. 484 f.

4 *Richardi*, in: *Richardi*, BetrVG, 11. Aufl. 2008, § 87 BetrVG Rz. 503.

5 *Kania* und *Wank*, in: *Erfurter Kommentar zum Arbeitsrecht*, 8. Aufl. 2008, § 87 BetrVG Rz. 49 (m.w.N. auch zur Gegenansicht) bzw. § 28 BDSG Rz. 5.

6 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 8.

7 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 8.



fen sein können<sup>1</sup>. Zwar wurde festgestellt, dass ein Mitbestimmungsrecht ausscheidet. Dennoch muss der Betriebsrat zumindest die Einhaltung der Vorgaben des BDSG zugunsten der Arbeitnehmer überprüfen können (§ 80 Abs. 1 Nr. 1 BetrVG)<sup>2</sup> und ist daher über die Errichtung des Verzeichnisses zu informieren.

- 68 Der Betriebsrat darf jedoch nur abstrakt und generell prüfen, dass nur solche Daten gespeichert werden, die nach § 15b erforderlich sind, d.h. er darf nur die **Datenfelder prüfen**. Konkrete Inhalte der Datenbank dürfen ihm nicht zugänglich gemacht werden, da dies in der Sache auf die Weitergabe einer Insiderinformation hinausläuft. Eine solche ist aber nur zulässig, wenn die Weitergabe befugt ist, d.h. zur Erfüllung der dem Betriebsrat zustehenden Aufgabe unerlässlich ist und der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit beachtet wird<sup>3</sup>. Für die Überprüfung der Einhaltung des § 15b ist jedoch nicht der Betriebsrat, sondern die BaFin zuständig. Bestätigt wird dieses Ergebnis durch § 16 Abs. 1 Satz 3 WpAIV, der zeigt, dass die Inhalte des Verzeichnisses geheim zu halten sind<sup>4</sup>.

## VII. Aufklärungspflicht (§ 15b Abs. 1 Satz 3)

### 1. Aufklärungspflichtiger

- 69 Gemäß § 15b Abs. 1 Satz 3 hat der Emittent die in seinem Insiderverzeichnis geführten Personen über die rechtlichen Pflichten, die sich aus dem Zugang zu Insiderinformationen ergeben, sowie über die Rechtsfolgen von Verstößen aufzuklären. Durch die Vorschrift werden ausdrücklich nur die Emittenten zur Aufklärung verpflichtet. Die Dienstleister hat der Gesetzgeber offensichtlich vergessen. Die BaFin hat dieses Redaktionsversehen erkannt und versucht es dadurch zu bereinigen, dass sie den Emittenten als aufklärungspflichtig auch im Hinblick auf die Mitarbeiter eines Dienstleisters ansieht. Da der Emittent dieser Pflicht bei Personen, die bei einem Dienstleister tätig sind, nur schwerlich nachkommen könne, dürfe die Aufklärungspflicht an den Dienstleister delegiert werden. Diese belehren dann die in ihrem Insiderverzeichnis geführten Personen im Auftrag des Emittenten<sup>5</sup>. Dieser Kunstgriff erzielt zwar das gewünschte Ergebnis, ist in der Sache aber abzulehnen<sup>6</sup>. Art. 5 Abs. 5 der Durchführungs-Richtlinie sieht gerade nicht nur die Emittenten, sondern auch die Dienstleister als verpflichtet an, die Aufklärung durchzuführen. Da der Gesetzgeber die Richtlinien korrekt umsetzen wollte<sup>7</sup> und die Konzeption des § 15b ergibt, dass die Emittenten und Dienstleister eigenständigen Pflichten unterworfen sind (s. oben Rz. 12), darf man vorliegend im Wege der richtlinienkonformen Auslegung die durch das Redaktionsversehen entstandene Lücke schließen<sup>8</sup>. Die Norm ist dahingehend zu verstehen, dass nicht nur Emittenten, sondern alle Verzeichnisführungspflichtigen gemeint sind. Die

1 *Kania*, in: Erfurter Kommentar zum Arbeitsrecht, 8. Aufl. 2008, § 80 BetrVG Rz. 17 ff.

2 *Kania*, in: Erfurter Kommentar zum Arbeitsrecht, 8. Aufl. 2008, § 80 BetrVG Rz. 3.

3 *Assmann*, § 14 Rz. ■; *Sethe*, in: Assmann/Schütze, Kapitalanlagerecht, § 12 Rz. 102.

4 Ebenso *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 8.

5 Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 103 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)).

6 Anders *Schwintek*, Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz, S. 49.

7 RegE AnSVG v. 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 36 f.

8 Ebenso *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642, 644; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarkt-gesetze, § 15b Rz. 51; *Grothaus*, ZBB 2005, 62 (67); *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 48; *Uwe H. Schneider/v. Buttlar*, ZIP 2004, 1621 (1626). Im Ergebnis auch *Koch*, DB 2005, 267 (271).

Dienstleister müssen daher ihre Mitarbeiter entsprechend aufklären. Der Gesetzgeber ist aufgefordert, den Wortlaut möglichst rasch zu korrigieren.

## 2. Inhalt der Aufklärung

Die Aufklärung umfasst zum einen die rechtlichen Pflichten, die sich aus dem Zugang zu Insiderinformationen ergeben, und zum anderen die Rechtsfolgen von Verstößen gegen diese Pflichten. 70

Der Emittent ist ausweislich der Gesetzesbegründung zu § 15 Abs. 3 verpflichtet, dafür Sorge zu tragen, dass Personen mit Zugang zu Insiderinformationen die sich daraus ergebenden rechtlichen Pflichten anerkennen<sup>1</sup>. Auch müssen sie sich der Sanktionen bewusst sein, die bei einer missbräuchlichen Verwendung bzw. einer nicht ordnungsgemäßen Verbreitung derartiger Informationen verhängt werden<sup>2</sup>. Diese Funktion der Aufklärung über die Sanktionen erfüllt die Belehrung nach § 15b Abs. 1 Satz 4. Einer gesonderten Belehrung nach § 15 Abs. 3 Satz 1 bedarf es nicht<sup>3</sup>. 71

## 3. Form der Aufklärung

Es bleibt dem Aufklärungspflichtigen überlassen, wen er innerhalb seiner Organisation einsetzt, um die Erfüllung seiner Pflicht sicherzustellen. In der Praxis werden dies regelmäßig die Compliance-Beauftragten sein. Auch die Art und Weise der Aufklärung bleibt dem Emittenten bzw. Dienstleister überlassen. Möglich ist die Verwendung des Aufklärungsbogens der BaFin<sup>4</sup>. Dieser gibt aber im Wesentlichen nur den Gesetzeswortlaut wieder, der für Laien wenig verständlich sein dürfte. Denkbar ist auch eine Aufklärung über schriftliche Leitfäden, interne Insiderrichtlinien oder Seminare<sup>5</sup>. Eine bestimmte Form der Aufklärung ist ebenso wenig vorgesehen wie ein Empfangsbekennnis der belehrten Person<sup>6</sup>. Dass die BaFin hierauf verzichtet, ist zu bedauern, da gerade der Beweis des Vorsatzes beim Insiderhandel durch ein solches Schriftstück erleichtert würde. 72

## 4. Zeitpunkt und Wiederholung der Aufklärung

Die Aufklärung muss anlässlich der erstmaligen Aufnahme in das Insiderverzeichnis erfolgen. Es reicht die einmalige Aufklärung. Ihre Wiederholung ist bei Erlangung weiterer Insiderinformationen nicht erforderlich<sup>7</sup>. Auch der Wechsel der Abteilungen löst keine Wiederholungspflicht aus. Führt das Unternehmen ein 73

1 Zur Sicherstellung der Vertraulichkeit durch Abschluss von Vertraulichkeitsvereinbarungen *Kuthe*, ZIP 2004, 883 (885).

2 RegE AnSVG v. 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 35; *Sven H. Schneider*, BB 2005, 897; kritisch zur Gesetzesbegründung *Veith*, NZG 2005, 254 (258).

3 *Tollkühn*, ZIP 2004, 2215 (2219); *Ziemons*, NZG 2004, 537 (543).

4 Aufklärungsbogen der BaFin vom 3.10.2004 ([www.bafin.de/merkblaetter/aufklaerungsbogen.doc](http://www.bafin.de/merkblaetter/aufklaerungsbogen.doc)).

5 *Klawitter*, in: *Habersack/Mülbert/Schlitt*, Unternehmensfinanzierung am Kapitalmarkt, 2. Aufl. Zitat prüfen § 25 Rz. 60; *Uwe H. Schneider/v. Buttlar*, ZIP 2004, 1621 (1626).

6 ■ Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 104 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)).

7 Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 104 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)); *Heinrich*, in: *KölnKomm. WpHG*, § 15b Rz. 50; anders aber *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 642 (644); *Eckhold*, in: *Schäfer/Hamann*, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 53.

anlassbezogenes Insiderverzeichnis, ist ein erfasster Mitarbeiter davon in Kenntnis zu setzen, bei welchen Projekten er in dem Insiderverzeichnis geführt wird<sup>1</sup>.

### VIII. Auswirkungen des § 15b

- 74 Mit Einführung des § 15b hat der Gesetzgeber den Emittenten und Dienstleistern bereits im Vorfeld der Entstehung von Insiderinformationen Organisationspflichten auferlegt. Ihre Organmitglieder haben diese Pflichten im Rahmen der unternehmensinternen Organisation umzusetzen, wozu auch ein angemessenes Risikomanagementsystem für Rechtsrisiken gehört. An dieses kann die nach § 15b gebotene Organisation angebunden werden.
- 75 Die Vorverlagerung der Organisationspflichten gibt Anlass zu zwei weiteren Feststellungen: (1) Allein aus der Tatsache, dass der Emittent ein anlassbezogenes Insiderverzeichnis führt, lässt sich nicht zwingend ableiten, dass bereits eine ad-hoc-publizitätspflichtige Insiderinformation i.S. des § 15 vorliegt. Denn das Verzeichnis ist bereits im Vorfeld der Entstehung von Insiderinformationen zu führen<sup>2</sup>. (2) Aus dem gleichen Grund kann man aus einem funktions- oder vertraulichkeitsbereichsbezogenen Insiderverzeichnis nicht den Schluss ziehen, dass jede der dort aufgeführten Personen während des gesamten Zeitraums ihrer Zuordnung zu einer Funktion oder zu einem Bereich ununterbrochen im Besitz von Insiderinformationen gewesen ist<sup>3</sup>. Würde man dies unterstellen, wäre den darin genannten Personen aufgrund des Insiderhandelsverbots jegliche Vornahme von Wertpapiergeschäften in Finanzinstrumenten des Emittenten verwehrt. Dies ist nicht die Zielsetzung der Regelung in § 15b und würde im Übrigen dazu führen, dass § 15a leer liefe.
- 76 Schließlich ist nochmals darauf hinzuweisen (s. auch Rz. 3), dass die Belehrung über das Insiderrecht nach § 15b Abs. 1 Satz 3 die Strafverfolgung gegen Insider erleichtert. Ein Vorsatz ist nun leichter nachweisbar.

### IX. Die Verordnungsermächtigung (§ 15b Abs. 2)

- 77 Gemäß § 15b Abs. 2 Satz 1 kann das Bundesministerium der Finanzen durch Rechtsverordnung, die nicht der Zustimmung des Bundesrates bedarf, nähere Bestimmungen erlassen über Umfang und Form der Verzeichnisse, die in den Verzeichnissen enthaltenen Daten, die Aktualisierung und die Datenpflege bezüglich der Verzeichnisse, den Zeitraum, über den die Verzeichnisse aufbewahrt werden müssen, und die Fristen für die Vernichtung der Verzeichnisse. Mit den §§ 14 bis 16 der Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung (WpAIV)<sup>4</sup> hat das Bundesministerium von dieser Ermächtigung Gebrauch gemacht. Es besteht

1 *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetz, § 15b WpHG Rz. 53; *Kirschhöfer*, Der Konzern 2005, 22 (27).

2 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 101 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)) sowie oben Rz. ■49.

3 ■Emittentenleitfaden (Stand 15.7.2005), S. 102 ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)); *Kirschhöfer*, Der Konzern 2005, 22 (24 und 25).

4 Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – WpAIV) v. 13.12.2004 (BGBl. I 2004, 3376, Text im Anhang S. ■).

die Möglichkeit, diese Ermächtigung durch Rechtsverordnung auf die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht zu übertragen (§ 15b Abs. 2 Satz 2). Dieser Weg soll ein schnelleres Anpassen des deutschen Rechts an neue Entwicklungen bei den europäischen Standards erlauben<sup>1</sup>.

## X. Sanktionen

### 1. Bußgeld

Ein **Verstoß gegen die Pflicht zur Führung eines Insiderverzeichnisses** nach § 15b Abs. 1 Satz 1 (s. oben Rz. ■28 ff.) und die sie ergänzenden Pflichten aus §§ 14 bis 16 WpAIV stellen eine **Ordnungswidrigkeit** nach § 39 Abs. 2 Nr. 8 WpHG dar. Als Zuwiderhandlung gilt das Nichtführen, das nicht richtige oder das nicht vollständige Führen des Verzeichnisses. Erfasst ist damit auch ein Verstoß gegen die Aktualisierungspflicht, der zu einem unrichtigen Insiderverzeichnis führt<sup>2</sup>. Verantwortlich für die Pflicht zur Führung des Verzeichnisses ist die Geschäftsführung des Emittenten bzw. der Dienstleister oder dessen Geschäftsführung, sollte es sich um eine juristische Person handeln. Die Verletzung der Pflicht zur Löschung des Verzeichnisses nach Ablauf der Sechs-Jahres-Frist ist nicht sanktioniert. Denn durch das Unterlassen der Löschung wird das Verzeichnis nicht unrichtig<sup>3</sup>. Nicht sanktioniert ist außerdem eine Verletzung der Aufklärungspflicht nach § 15 Abs. 1 Satz 3<sup>4</sup>.

Kommt der für die Führung des Verzeichnisses Verantwortliche einem Verlangen der BaFin nach **Übermittlung des Verzeichnisses nicht oder nicht rechtzeitig** nach, stellt dies eine Ordnungswidrigkeit nach § 39 Abs. 2 Nr. 9 dar. Ein Fall nicht rechtzeitiger Übermittlung wird vorliegen, wenn das von der BaFin angeforderte Verzeichnis erst nach Ablauf von drei Werktagen eingeht (s. oben Rz. ■60, 64)<sup>5</sup>. Verantwortlich für die Pflicht zur Übermittlung des Verzeichnisses ist wiederum die Geschäftsführung des Emittenten bzw. der Dienstleister oder dessen Geschäftsführung, sollte es sich um eine juristische Person handeln.

Nach § 39 Abs. 4 können die Ordnungswidrigkeiten mit einer Geldbuße bis zu 50000 Euro geahndet werden.

### 2. Strafvorschriften

Kommt der für die Führung des Verzeichnisses Verantwortliche seiner Pflicht nicht oder nicht ordnungsgemäß nach, um dadurch eine tateinheitlich begangene eigene Insiderstraftat zu verschleiern, tritt die begangene Ordnungswidrigkeit nach § 21 Abs. 1 Satz 1 OWiG zurück (**Subsidiarität**). Sie lebt jedoch wieder auf, wenn keine Strafe verhängt wird (§ 21 Abs. 2 OWiG). Dies gilt etwa für den Fall, dass das Strafverfahren nach §§ 153, 153a, 154a, 170 Abs. 2 StPO eingestellt wird<sup>6</sup>.

1 RegE AnSVG v. 24.5.2004, BT-Drucks. 15/3174, S. 37.

2 Ebenso *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 61; a.A. *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 66 (der Verstöße gegen §§ 15 f. WpAIV nicht als erfasst ansieht).

3 Anders offenbar *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 61.

4 So auch *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 61.

5 Vgl. die entsprechenden Erwägungen zu einem Verstoß gegen § 15a bei § 15a Rz. ■110.

6 Unten *Vogel*, § 39 Rz. ■64.

- 82 Kommt der Verantwortliche seiner Pflicht zur (vollständigen) Führung des Insiderverzeichnisses nicht nach, um die anstehende Insiderstraftat eines anderen zu ermöglichen, kann er **Mittäter des Insiderdelikts** sein, wenn er selbst ebenfalls Insider ist und die übrigen Voraussetzungen der Mittäterschaft vorliegen. Verfügt er nicht über Insiderinformationen oder fehlen die Voraussetzungen der Mittäterschaft, kann ein Fall der **Beihilfe zum Insiderhandel** oder ein Fall der **Begünstigung** (§ 257 StGB) gegeben sein.
- 83 Weigert sich der Verantwortliche, das Verzeichnis an die BaFin zu übermitteln, um eine begangene Insiderstraftat zu verschleiern, kann eine (versuchte) **Strafvereitelung** (§ 259 StGB) vorliegen.

### 3. Zivilrechtliche Sanktionen

- 84 Die Führung und Aktualisierung des Insiderverzeichnisses obliegen dem Emittenten und Dienstleister allein kraft Aufsichtsrechts im Interesse des Schutzes des Marktes (vgl. Erwägungsgrund Nr. 12 der Marktmissbrauchs-Richtlinie und Erwägungsgrund Nr. 6 der Durchführungs-Richtlinie 2004/72/EG). Individuelle Anleger sollen nicht geschützt werden. Die Sätze 1 und 2 des § 15b Abs. 1 stellen deshalb **keine Schutzgesetze i.S. des § 823 Abs. 2 BGB** dar<sup>1</sup>. Im Übrigen sind Schadensersatzansprüche einzelner Anleger auch nur schwer vorstellbar. Es gelten die zu § 14 angestellten Überlegungen<sup>2</sup>.
- 85 Der Emittent ist grundsätzlich **nicht verpflichtet, die von ihm eingeschalteten Dienstleister** über ihre Pflichten aus § 15b Abs. 1 Satz 1 **aufzuklären**. Es ist grundsätzlich Aufgabe des Rechtsunterworfenen, sich selbst um die aufsichtsrechtlichen Pflichten zu kümmern (s. oben Rz. 12)<sup>3</sup>. Kommt ein Dienstleister daher seinen Pflichten aus § 15b Abs. 1 Satz 1 nicht nach, kann er gezahlte Bußgelder nicht vom Emittenten unter dem Gesichtspunkt einer Verletzung vertraglicher Nebenpflichten (§§ 280 Abs. 1 Satz 1, 241 Abs. 2 BGB) erstattet verlangen.
- 86 Die Aufklärungspflicht des § 15b Abs. 1 Satz 3 besteht ebenfalls nur im Interesse einer funktionierenden Aufsicht. Die Norm ist **kein Schutzgesetz** i.S. des § 823 Abs. 2 BGB<sup>4</sup>. Der einzelne Mitarbeiter des Emittenten oder Dienstleisters kann also nicht Schadensersatz von seinem Arbeitgeber mit dem Argument verlangen, wäre er zutreffend aufgeklärt worden, hätte er die Insiderstraftat nicht begangen. Die Aufklärung soll bewirken, dass den Mitarbeitern das Insiderhandelsverbot vor Augen geführt und so die Abschreckungswirkung des strafrechtlich sanktionierten Verbots aufgefrischt wird (s. oben Rz. 3). Grundsätzlich liegt es aber in der alleinigen Verantwortung des Mitarbeiters, sich über die Reichweite strafrechtlicher Verbote zu informieren. Wenn überhaupt, kann der Mitarbeiter im Strafverfahren geltend machen, er habe nicht vorsätzlich gehandelt, und unterstützend darauf hinweisen, dass er nie über die Strafbarkeit des Insiderhandels aufgeklärt wurde. **Zivilrechtliche Ansprüche erwachsen** aus der unterbliebenen Aufklärung jedoch

1 So jetzt auch *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 64; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 67.

2 Oben *Assmann*, § 14 Rz. ■209 ff.

3 Ebenso *einrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 31; *ckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 17.

4 *Heinrich*, in: KölnKomm. WpHG, § 15b Rz. 65; *Eckhold*, in: Schäfer/Hamann, Kapitalmarktgesetze, § 15b WpHG Rz. 67.

**nicht**, zumal kein Anspruch darauf besteht, nicht strafrechtlich verfolgt zu werden.

## XI. Inkrafttreten

■ Der Absatz sollte mE hier gestrichen werden. Hinweise zum Inkrafttreten gehören an den Anfang und stehen dort auch? ■ Der neu eingefügte § 15b trat am 30.10.2004 in Kraft (Art. 6 Satz 1 AnSVG). Angesichts der damals noch fehlenden Rechtsverordnung nach § 15b Abs. 2 wird man die Rechtsunterworfenen allerdings erst mit Inkrafttreten der WpAIV<sup>1</sup> als verpflichtet ansehen können, die Verzeichnisse zu erstellen, da zuvor der Anwendungsbereich der Norm nicht ausreichend konkretisiert war. Der Aufklärungspflicht nach § 15b Abs. 1 Satz 3 war dagegen sofort nachzukommen. Die Änderungen durch das Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz traten am 20.1.2007 in Kraft (Art. 15 Satz 2 TUG). 87

---

<sup>1</sup> Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung – WpAIV) v. 13.12.2004 (BGBl. I 2004, 3376, Text im Anhang S. ■).