

Marcus Commandeur

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



Nomos

Schriften zum Gesellschafts-,
Bank- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Prof. Dr. Gregor Bachmann, Humboldt Universität zu Berlin

Prof. Dr. Matthias Casper, Universität Münster

Prof. Dr. Carsten Schäfer, Universität Mannheim

Prof. Dr. Rüdiger Veil, LMU München

Band 71

Marcus Commandeur

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



Nomos

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

Zugl.: Münster, Univ., Diss., 2018

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

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

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

D6

1. Auflage 2018

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

Inhaltsübersicht

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

Inhaltsübersicht

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

Inhaltsübersicht

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

Inhaltsverzeichnis

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

Inhaltsverzeichnis

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

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

Inhaltsverzeichnis

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

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

Inhaltsverzeichnis

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

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

Inhaltsverzeichnis

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