



## LAW CORNER

von  
Dr. Thorsten Kuthe,  
Anna Richter, LL.M.,  
Rechtsanwälte,  
Heuking Kühn Lüer Wojtek, Köln

# Directors' Dealings und Closed Periods – weiter zahlreiche Unsicherheiten aber Schwellenwerterhöhung

*Aus Sicht von Vorständen und Aufsichtsräten sind die Vorschriften über Directors' Dealings, das heißt die Meldung von Geschäften in Finanzinstrumenten eines Emittenten, und die Closed Periods, also Handelsverbote für Führungskräfte, mit die praktisch wichtigsten Regelungen der Marktmissbrauchsordnung. Hierzu gibt es eine gute und eine schlechte Nachricht.*

Die gute Nachricht zuerst: Bislang bestand keine Meldepflicht, wenn das Gesamtvolumen der entsprechenden Geschäfte innerhalb eines Kalenderjahres nicht den Betrag von 5.000 EUR erreichte. Dieser Schwellenwert soll nunmehr auf 20.000 EUR angehoben werden. Diese kurzfristig zu erwartende Erhöhung ist eine in der Praxis relevante wesentliche Erleichterung.

Nun zur schlechten Nachricht. Im Zusammenhang mit diesen Vorschriften bestehen auch weiterhin wesentliche Unklarheiten. Beispielhaft sei hier die Konstellation aufgegriffen, dass eine Führungskraft, zum Beispiel ein Vorstand eines Emittenten, gleichzeitig ein sogenanntes Doppelmandat, also eine Funktion als Aufsichtsorgan in einer anderen Gesellschaft innehat und diese andere Gesellschaft Wertpapiere des Emittenten erwerben will. Hier stellt sich die Frage, ob diese andere Gesellschaft eine Mitteilung über Directors' Dealings abgeben muss. Da bestehen erhebliche Unsicherheiten.

Die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA meint kryptisch, dass diese andere Gesellschaft von der Führungskraft des Emittenten direkt oder

indirekt kontrolliert werden müsse, zu dessen Gunsten gegründet wurde oder das wirtschaftliche Interesse der Führungskraft mit dem der entsprechenden Gesellschaft weitgehend identisch sein müsse. Alternativ nennt die ESMA als weitere Variante, dass die Führungskraft in ihrem zweiten Mandat bei der kaufinteressierten Gesellschaft an der Entscheidung über den Kauf teilnehmen oder diese beeinflussen müsse. Dadurch wäre etwa jemand, der bei einem Kaufinteressenten alleiniger Geschäftsführer ist und nur eine geringe Beteiligung an diesem Kaufinteressenten hält, meldepflichtig.

Die BaFin hat in ihren FAQ die erste Variante aufgegriffen, ohne die zweite Variante zu erwähnen, aber dann trotzdem auf die ESMA verwiesen. Insbesondere hat die BaFin deutlich gemacht, dass sie in der Regel von mindestens einer 50%-Beteiligung ausgeht, unter Verweis auf die ESMA, was nach ESMA gerade nicht erforderlich ist. Der geneigte Leser steht hier schon seit längerer Zeit mit Fragezeichen davor. Jetzt hat die BaFin den Entwurf des Emittenten-Leitfadens zu diesem Komplex vorgelegt. Auch hier verweist die BaFin auf die ESMA – aber

nur einleitend, und führt dann wieder nur die erste Variante an. Möglicherweise soll die geänderte Formulierung so zu verstehen sein, dass weitere Kriterien der ESMA gerade nicht gelten, richtig klar wird das aber nicht gesagt.

Noch undurchschaubarer wird es, wenn man sich die Closed Periods in diesen Konstellationen ansieht, also das Handelsverbot in den 30 Tagen vor Veröffentlichung bestimmter Finanzzahlen. Hierunter fallen neben Führungskräften nämlich nicht die gleichen Personen, die Directors' Dealings melden müssen, sondern das Handelsverbot gilt für Führungskräfte und für „indirekt“ sowie für Dritte getätigte Geschäfte. Hier ist es dann so, dass allein ausreicht, wenn die Führungskraft als Vertreter eines Aktienkäufer auftritt, zum Beispiel als Geschäftsführer einer GmbH, an der der Vorstand des Emittenten nicht oder nur geringfügig beteiligt ist.

Die Beispiele zeigen ärgerliche Ungeheimheiten. Im Zweifel ist eine Abstimmung mit der BaFin nötig, glücklicherweise wenigstens bei Directors' Dealings wahrscheinlich bald nicht mehr für Beträge ab 5.000 Euro, sondern erst ab 20.000 EUR.