

verlangen gem. § 122 AktG nur dann zulässig, wenn *substantiiert Tatsachen* behauptet (nicht bewiesen und auch nicht glaubhaft gemacht) werden, die mit überwiegender Wahrscheinlichkeit den Verdacht indizieren (und damit rechtfertigen), dass eine Pflichtverletzung vorliegt und dadurch kausal der AG ein Schaden entstanden ist. Darüber hinaus dürfen der Geltendmachung des Ersatzan-

spruchs auch keine überwiegenden Gründe des Gesellschaftswohls entgegenstehen.

Gleiches muss wertungsmäßig auch dann gelten, wenn im Wege des § 147 AktG Haftungsansprüche gegen einen (vom Stimmverbot gleichfalls erfassten) beherrschenden Privataktionär durchgesetzt werden sollen.

RA Dr. Cornelius Simons, LL.M. (Cornell), München*

Gesetzgebungskunst

Ein Hilferuf aus dem Maschinenraum des Kapitalmarktrechts

Mit dem Inkrafttreten der Marktmissbrauchsverordnung (MMVO) gilt seit dem 3.7.2016 in allen EU-Mitgliedstaaten ein einheitlich-neues Kapitalmarktregime. Der Umgang mit dem neuen Recht bereitet allerdings weit mehr Probleme, als dies der Praktiker von anderen Neuregelungen gewohnt ist. Die Ursachen hierfür liegen indes weniger im Inhalt des neuen Rechts als in legislativ-handwerklichen Defiziten, die durch den europaweiten Geltungsanspruch der MMVO nur noch verstärkt werden. Mit dem herkömmlichen methodischen Rüstzeug ist den Anwendungsschwierigkeiten jedenfalls kaum beizukommen.

1. Ausgangspunkt

Seit dem 3.7.2016 gilt europaweit ein neues Kapitalmarktrecht. Sein Rückgrat bildet die von EU-Parlament und -Rat bereits im April 2014 verabschiedete „Marktmissbrauchsverordnung“ (MMVO).¹ Flankiert wird diese von einer ganzen Reihe sog. „Durchführungs-“ und „Delegierter Verordnungen“, Äußerungen der Europäischen (European Securities and Markets Authority) und der deutschen Finanzmarktaufsicht (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht) sowie vereinzelter, insbesondere die Sanktionenseite betreffenden Maßnahmen des deutschen Gesetzgebers. Das alte – seinerseits aus europäischen Wurzeln erwachsene – Kern-Kapitalmarktrecht des WpHG ist damit Rechtsgeschichte.

Das Kapitalmarktrecht ist nicht irgendein Rechtsgebiet. Es ist vielmehr das Brot-und-Butter-Geschäft der börsennotierten Gesellschaften. Die deutlich geschärften Sanktionen für Verstöße gegen die Vorschriften zum Insiderrecht, zu den Ad-hoc-Bekanntmachungen, zum Marktmissbrauch, zu den Eigengeschäften von Führungskräften, den Closed Periods und den Insiderlisten sind bedrohlich nicht nur für die mit tief(er)en Taschen ausgestatteten Unternehmen, sondern auch für Mitarbeiter und Füh-

rungspersonal höchstpersönlich. Das macht eine reibungslose Handhabung des neuen Rechts nur umso nötiger. Dabei ist es wie für jedes neue Gesetz selbstverständlich, dass sich im täglichen Gebrauch Anwendungs- und Auslegungsfragen ergeben. Aber ebenso selbstverständlich ist, dass ein gutes Gesetz den Kreis solcher Fragen klein hält und im besten Fall durch seine Begrifflichkeit, seine Systematik, seine Zielsetzung oder seine Entstehungsgeschichte Hilfe bei ihrer Lösung bietet. Diesem Anspruch ist der Gesetzgeber – insbesondere der MMVO, teils aber auch des WpHG – jedoch in keiner Weise gerecht geworden. Zwei willkürlich gewählte Vorschriften der MMVO, Art. 18 über die „Insiderlisten“ und Art. 19 über die „Eigengeschäfte von Führungskräften“, liefern dafür reiches Anschauungsmaterial.

2. Praxistest

a) Geltung

„Sofern ein neues Gesetz Regelungen trifft, die Auswirkungen auf Regelungen bestehender Gesetze haben, sind diese in den Schlussvorschriften vollständig aufzuführen, damit klar ist, welches Recht zukünftig gelten soll. Formulierungen ..., die den Anwendern Rätsel aufgeben, sollten in jedem Fall unterbleiben.“²

Gemäß ihrem Art. 39 Abs. 1 und 2 „tritt“ die MMVO am zwanzigsten Tag nach ihrer Veröffentlichung im Amtsblatt der Europäischen Union „in Kraft“ (das war bereits im Juli 2014) und „gilt“ in ihren Kernbestimmungen „ab dem 3. Juli 2016“. Im Hinblick auf die verwaltungsrechtlichen Sanktionen und Maßnahmen im Falle eines Verstoßes machen die MMVO sowie die sie begleitende Richtlinie³ jedoch nur – durch die jeweiligen nationalen Legislativen noch umzusetzende – Mindestvorgaben. Der entsprechenden Aufforderung ist der deutsche Gesetzgeber

* Der Autor ist Syndikus und Rechtsanwalt in München.

¹ Verordnung (EU) Nr. 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, 1 („Marktmissbrauchsverordnung“).

² *Fliedner*, Rechtsetzung in Deutschland, 2013, S. 82.

³ Richtlinie (EU) 2014/57 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16.4.2014, ABl. EU Nr. L 173 v. 12.6.2014, 179 („Marktmissbrauchsrichtlinie“).

dadurch nachgekommen, dass er am 30.6.2016 das „Erste Finanzmarktnovellierungsgesetz“⁴ erlassen hat, das gemäß seinem Art. 17 Abs. 1 in den hier relevanten Teilen seit dem 2.7.2016 gilt. Die durch das 1. FiMaNoG geänderten Sanktionsvorschriften des WpHG verweisen freilich – und zwar, wie gesagt, bereits ab dem 2.7.2016 – auf Tatbestände der MMVO, die von ihren Adressaten an diesem Tag noch gar nicht zu beachten waren (eben weil sie noch nicht „galten“). Dieser eigenartige gesetzgeberische Missgriff hatte nicht nur einen kapitalmarktrechtlich sanktionslosen 2.7.2016 zur Folge, sondern auch schwerwiegende – und man darf unterstellen: ungewollte⁵ – Konsequenzen im Hinblick auf die (nunmehr womöglich entfallende) Strafbarkeit bereits früher begangener Kapitalmarktverstöße.⁶ Dem ist mit der wenig zielführenden Unterscheidung zwischen dem (am 2.7.2016 bereits erfolgten) „Inkrafttreten“ und der (zu diesem Zeitpunkt noch ausstehenden) „Geltung“ der MMVO schwerlich beizukommen.⁷ Wie auch immer der Streit ausgehen wird: Niemand, auch nicht die den Anforderungen der MMVO in erster Linie unterworfenen Emittenten und ihre Organe, haben Interesse an einem solchen Geltungs- (oder Inkrafttretens-?) Wirrwarr. Ein sorgsamer (in diesem Fall: Bundes-) Gesetzgeber hätte anders agiert.

b) Sprache(n)

„Wenn Rechtsvorschriften in mehreren Sprachen abgefasst werden müssen ..., so erzieht dies zu besonderer Sorgfalt in der Formulierung der Texte. Der Eifer der rechts- und sprachkundigen Formulierer wird freilich nachlassen, wenn mehr als drei Sprachen zu bedienen sind (wie bei der EU-Kommission ...).“⁸

Die MMVO ist in 24 Sprachen abgefasst. Das erscheint zunächst unumgänglich. Schließlich soll die Verordnung gemäß ihrem Schlusssatz „in jedem Mitgliedstaat unmittelbar“ gelten und damit auch EU-weit verstanden und befolgt werden. Nur stimmen die Texte zur Schaffung dieses „gemeinsamen Rechtsrahmens“ (Art. 1 MMVO) häufig inhaltlich nicht überein. Ein Beispiel (es gibt zahlreiche weitere):

Mit Art. 19 Abs. 11 führt die MMVO erstmals bestimmte – eher spröde „geschlossene Zeiträume“ genannte – Sperrfristen ein, während derer „Personen mit Führungsaufgaben“ keine Eigengeschäfte mit Finanzinstrumenten ihres Emittenten tätigen dürfen. Wie bei jeder Frist ist auch hier offensichtlich, dass es zu ihrer Einhaltung eines klaren Beginns und eines klaren Endes bedarf. In dieser Absicht lässt Abs. 11 die Frist „30 Kalendertage vor *Ankündigung* eines Zwischenberichts oder eines Jahresab-

schlusses“ beginnen. In der nicht nur deutschen Praxis „angekündigt“ werden Zwischenberichte und Jahresabschlüsse in der Regel jedoch schon Monate vor ihrer Veröffentlichung, und zwar in den für die Investoren außerordentlich wichtigen „Finanz-“ oder „Unternehmenskalendern“ der Gesellschaften (§ 52 BörsO FWB). Das würde freilich zu extrem langen, nicht selten permanent andauernden Sperrfristen führen und kann daher – so eindeutig der deutsche Text ist – im Ergebnis nicht richtig sein. Die englische Sprachfassung, die die Frist „30 calendar days before the *announcement* of an interim financial report or a year-end report“ beginnen lässt, scheint dem vermutlich Gewollten (nämlich dem von der „Bekanntmachung“ und nicht der „Ankündigung“ der Abschlüsse zurückzurechnenden Frist) ein Stückweit näher zu kommen. Allein mit welchem Recht sollte die englische (Sprach-) Fassung der MMVO – und sei es auch nur zu Auslegungszwecken – Vorrang vor der deutschen (Sprach-) Fassung beanspruchen? Zudem: Die anderen Sprachfassungen entsprechen keineswegs durchgängig – und womöglich noch nicht einmal mehrheitlich – der englischen Version.⁹ Was soll unter diesen Umständen in Deutschland gelten? Vielleicht ein dritter Zeitpunkt, nämlich „the public statement whereby the issuer *announces*, in advance to the publication of the final year-end report, the *preliminary* financial results“¹⁰? Eine solche Anknüpfung an die (i) *Bekanntgabe* (und nicht schon die *Ankündigung*) (ii) der noch *vorläufigen* Ergebnisse (und nicht erst des endgültigen Finanzberichts), wäre am Zweck der Sperrfristen bemessen sicher die beste Lösung, aber sie entspricht doch ebenso sicher nur schwerlich dem (deutschen) Text von Art. 19 Abs. 11 MMVO.¹¹

c) Wortbedeutung

„Ich meine, dass der Gesetzgeber seinen Erzeugnissen eine Gestalt zu geben hat, die dem vorausgesetzten Verständnis derjenigen entspricht, die praktisch das Gesetz handhaben oder vollziehen.“¹²

Gemäß Art. 18 Abs. 1 MMVO sind „Emittenten oder alle in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnden Personen“ verpflichtet, eine Insiderliste zu führen. Die Regelung beim Wort genommen („oder“) soll also *entweder* die eine (= die „Emittenten“) *oder* die andere Gruppe (= die „für ihre Rechnung handelnden Personen“) zur Führung der Liste verpflichtet sein. Im Vergleich zum alten Rechtszustand wäre das indes eine wesentliche Neuerung, denn bislang waren beide Gruppen *nebeneinander* zur Listen-

4 Erstes Gesetz zur Novellierung von Finanzmarktvorschriften auf Grund europäischer Rechtsakte (Erstes Finanzmarktnovellierungsgesetz – 1. FiMaNoG), BGBl. I 2016, 1514.

5 Vgl. BaFin, Pressemitteilung v. 8.7.2016 („Keine Strafbarkeitslücke im Kapitalmarktrecht“).

6 Dazu *Rothenfußer*, Börsenzeitung v. 7.7.2016 („Generalamnestie im Kapitalmarktrecht?“); *Rothenfußer/Jäger*, NJW 2016, 2689 ff. („umfangreiche Ahndungslücke“).

7 Überzeugend *Rothenfußer/Jäger*, NJW 2016, 2689 (2690 f.).

8 *Schneider*, Gesetzgebung, 3. Aufl. 2002, Rz. 436.

9 Vgl. *Poelzig*, NZG 2016, 761 (770). Wie die deutsche z.B. die französische und die italienische Sprachfassung, klar auf die „Bekanntmachung“ des Berichts abstellend demgegenüber die spanische Version. Die englische Sprachfassung bezeichnet *Poelzig*, NZG 2016, 761 (770) – m.E. unzutreffend – als „mehrdeutig“.

10 So, allerdings nur für den ungeprüften *Jahresabschluss* [warum nur für den?] und nur für den Fall, dass dieser alle wesentlichen Informationen bereits enthält, ESMA – „Questions and Answers on the Market Abuse Regulation“ (Stand 13.7.2016), ESMA/2016/1129 (Hervorhebungen vom Verf.).

11 Weiteres Beispiel für eine unerklärliche Diskrepanz zwischen deutschem und englischem Text bei *Kumpan*, AG 2016, R219.

12 *Schneider*, Gesetzgebung, 3. Aufl. 2002, Rz. 454.

führung verpflichtet: Hatte der listenführungspflichtige Emittent in einem insiderrelevanten Projekt z.B. eine Anwaltskanzlei eingeschaltet, so musste neben ihm auch diese eine Insiderliste führen.¹³ Dementsprechend war in § 15b Abs. 1 WpHG a.F. daher auch von Emittenten „und“ in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnden Personen die Rede. Die Absicht eines Richtungswechsels würde man der neuen, sprachlich eigentlich klaren Regelung aber dennoch wohl nur entnehmen können, wenn es sich dabei nicht um einen offenkundigen Flüchtigkeitsfehler handelt. Allerdings findet sich das in der Sache unverständliche „oder“ nicht nur in Art. 18 Abs. 1 MMVO, sondern auch im Erwägungsgrund (57) zur MMVO, in Art. 2 Abs. 1 der zur Insiderliste erlassenen Durchführungsverordnung¹⁴ sowie im Erwägungsgrund (1) hierzu; auch die englische („or“), französische („ou“) und italienische Sprachfassung („o“) verwenden keinen anderen Begriff. Ein Missverständnis scheint unter diesen Umständen ausgeschlossen; offenbar soll tatsächlich immer nur *eine* der beiden Adressatengruppen zur Führung einer Insiderliste verpflichtet sein. Und in der Tat hat diese dem überkommenen Sprachverständnis zwar völlig entsprechende, dem Rechtsverständnis jedoch völlig zuwiderlaufende Wortwahl der BaFin bereits die Frage eingetragen, ob dies bedeute, „dass der Emittent bzw. die im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten handelnden Personen von ihrer Verpflichtung [zur Führung einer Insiderliste] frei werden, wenn bzw. soweit der jeweils andere die Liste führt“.¹⁵ Richtigerweise kann (oder besser: sollte) das, und so sieht es im Ergebnis auch die BaFin, indes *nicht* so sein.¹⁶ Zu diesem Ergebnis gelangt man freilich nur über eine ebenso klare wie ärgerliche – weil allein einer unsauberer Gesetzgebungstechnik geschuldete – Auslegung *contra legem*. Worte („oder“) bedeuten dem Juristen danach nicht mehr, was sie jedem anderen Leser ohne Weiteres bedeuten würden.

d) Terminologie

„Wenn der Gesetzgeber die in seinem Text vorkommenden Worte definiert und dadurch zu juristischen Begriffen verdichtet, so dient dies selbstverständlich dem Bestreben nach Prägnanz, nach Klarstellung und nach Abgrenzung des mit einem Ausdruck gemeinten Gegenstandes ... Jede noch so geringe Abweichung [der Begriffe] muss unterbleiben. Wenn sich auch nur eine kleine Verschiebung in der Wahl oder Folge der Worte ergibt, stutzt jeder aufmerksame Leser, und der Jurist sucht nach möglichen Unterschieden in der Bedeutung.“¹⁷

Wie gesehen müssen neben den „Emittenten“ auch „alle in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnden Per-

sonen“ eine Insiderliste führen. Zu der nicht immer zweifelsfrei zu beantwortenden Frage, wer zu der zweiten (in der Vergangenheit vereinfacht als „Dienstleister“ zusammengefassten) Gruppe gehört, gab es in der Vergangenheit eine gefestigte Mehrheitsmeinung, die ihre Auslegung vornehmlich auf das schon damals vertraute Tatbestandsmerkmal des „im Auftrag“-Handelns gestützt hatte¹⁸ und auf die man auch für das neue Recht gern zurückgreifen würde. Überraschend wird zur Gruppe der listenführungspflichtigen Dienstleister in Art. 18 Abs. 4 MMVO jedoch plötzlich „jede *im Namen* [der Emittenten] bzw. für ihre Rechnung handelnde Person“ gezählt. Dieses von § 164 Abs. 1 BGB bekannte Offenkundigkeitsprinzip war bisher indes für keinen der als Dienstleister qualifizierten Personen kennzeichnend. Und umgekehrt würde die neue (?) Definition unversehens (und ungewollt?) ganz anderen Personengruppen als bisher die Verpflichtung auferlegen, eine Insiderliste zu führen. Man ist versucht, die zweite Definition als Übertragungsfehler zu bezeichnen und für die Auslegung einfach zu übergehen. Aber Übertragung von wo eigentlich? Die englische Übersetzung spricht zwar in beiden Fällen einheitlich von „persons acting on their behalf ...“, aber noch einmal: Welchen Wert hat dieser Vergleich angesichts des Gleichrangs aller Sprachfassungen schon für die deutsche Interpretation?

Ein weiteres Beispiel: Nach Art. 19 Abs. 1 MMVO müssen Führungskräfte sowie die ihnen nahe stehenden Personen Eigengeschäfte mit Anteilen ihres Unternehmens der Finanzaufsicht und dem betroffenen Unternehmen melden. Beides hat gem. Art. 19 Abs. 1 Unterabs. 1 MMVO „unverzüglich und spätestens drei Geschäftstage nach dem Datum des Geschäfts“ zu erfolgen. (Nur) für die Meldung gegenüber der Aufsichtsbehörde wird die Fristbestimmung in Art. 19 Abs. 2 Unterabs. 2 Satz 2 MMVO noch einmal wiederholt. Indes ist in eben dieser Passage dann nicht mehr von drei „Geschäfts-“ (*business-*), sondern überraschenderweise von drei „Arbeitstagen“ (*working days*) die Rede. Unter der (nur?) für Juristen selbstverständlichen Annahme, dass hinter verschiedenen – in der MMVO nicht legaldefinierten – Begriffen auch verschiedene Bedeutungen stecken, schließt sich sodann die Folgefrage an, welche der beiden Regelungen für die Meldungen zu beachten ist.

Die Antwort der BaFin verzichtet der Einfachheit halber überhaupt auf eine Unterscheidung der beiden Termini und versucht sich sogleich an einer universal gültigen Definition: „Unter ‚Geschäftstag‘/‘Arbeitstag‘ sind alle Wochentage zu verstehen, die keine Sonn- oder Feiertage sind.“¹⁹ Man mag das salomonisch nennen – die Schwierigkeit, aus dem Begriffsdilemma einen eigenen, gerichtsfesten Ausweg zu finden, erspart die Behördenansicht den Emittenten nicht. Das zeigt schon der Umstand, dass die Einbeziehung der Samstagstage in die Definition(en) umstrit-

13 Vgl. nur *Sethe* in Assmann/Uwe H. Schneider, 6. Aufl. 2012, § 15b WpHG Rz. 12; *Heinrich* in KölnKomm/WpHG, 2. Aufl. 2014, § 15b WpHG Rz. 21; *Zimmer* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 15b WpHG Rz. 6 ff.

14 Durchführungsverordnung (EU) 2016/347, ABl. EU Nr. L 65 v. 11.3.2016, 49.

15 BaFin-FAQ (Stand: 5.8.2016), II.3.

16 Vgl. *Simons*, CCZ 2016, 221 (221).

17 *Schneider*, Gesetzgebung, 3. Aufl. 2002, Rz. 357, 410; vgl. auch *Fliedner*, Rechtsetzung in Deutschland, 2013, S. 74.

18 Vgl. nur *Zimmer* in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar, 4. Aufl. 2010, § 15b WpHG Rz. 7 ff.

19 BaFin-FAQ (Stand: 9.8.2016), IV.1; für eine Gleichbehandlung der beiden Begriffe im Ergebnis auch *Stüber*, DStR 2016, 1221 (1224).



ten ist: Je nach dem Zeitpunkt des meldepflichtigen Geschäfts ist die Meldefrist in dem einen Fall (= Einbeziehung)²⁰ vergleichsweise kürzer, in dem anderen (= Nicht-Einbeziehung)²¹ länger.²² Allein einen Konsens hierüber zu erzielen wäre naturgemäß leichter, wenn es um die Interpretation nicht zweier, sondern nur eines einzigen Begriffes ginge.

Ein letzter Fall: Es wurde bereits erwähnt, dass die Meldepflichten bei Eigengeschäften nicht nur die Führungskräfte eines Emittenten, sondern auch die „in enger Beziehung zu ihnen“ stehenden Personen erfassen. Wer zu dieser Gruppe gehört, sagt Art. 18 Abs. 1 MMVO nicht; dafür sind vielmehr die „Begriffsbestimmungen“ in Art. 3 Abs. 1 MMVO heranzuziehen. Statt für die „in enger Beziehung ... stehende“ findet sich in Nr. 26 jedoch nur eine Definition für die „eng verbundene“ Person. Vermutlich nur ein weiterer Übertragungsfehler (in Englisch zum Beispiel in beiden Fällen: „persons closely associated“). Aber am Ende auch ein weiterer Sargnagel zur Beerdigung von Sprache, Wörtern und Begriffen als selbstverständliche Basis aller juristischen Arbeit.

e) Stil

„Dass die Sprache der Gesetze klar und knapp sein müsse, gehört seit dem Zeitalter der Aufklärung zu den Grundforderungen, die immer wieder und überall erhoben worden sind ... Auf die Kunst des Weglassens alles Unbedeutenden versteht sich der moderne Gesetz- und Verordnungsgeber nicht. Der Perfektionsdrang ... verleitet den Gesetzgeber häufig dazu, mehr zu sagen, als notwendig ist.“²³

Art. 18 Abs. 11 MMVO führt erstmals „geschlossene Zeiträume“ von jeweils dreißig Tagen rund um die Veröffentlichung der jeweiligen Quartals- und Jahresabschlüsse ein, während derer Führungskräfte keine Geschäfte mit Finanzinstrumenten ihres Emittenten tätigen dürfen. Art. 18 Abs. 12 MMVO erlaubt den Emittenten allerdings, hiervon in zwei Fällen Ausnahmen zu gestatten, zum einen bei einer dringenden finanziellen Notlage der Führungskraft, zum anderen im Rahmen von Arbeitnehmerbeteiligungsprogrammen, bei denen die Führungskraft faktisch gar keine Möglichkeit hat, eine Insiderinformation auszunutzen.²⁴ Den Anwendungsbereich dieses zweiten Ausnahmefalls kann man den Worten des Verordnungsgebers indes, wenn überhaupt nur mühsam entnehmen. Er schreibt in Abs. 12 lit. b:

²⁰ So BaFin-FAQ (Stand: 9.8.2016), IV.1.

²¹ So Hitzer/Wasmann, DB 2016, 1483 (1486).

²² Offengelassen von Stüber, DStR 2016, 1221 (1224) – Zweifelhafte im Übrigen auch die Ansicht der BaFin (BaFin-FAQ [Stand: 9.8.2016], IV.1), dass es hinsichtlich der Berücksichtigung von Feiertagen auf die gesetzliche Regelung an einem der Dienstsitze der BaFin (Nordrhein-Westfalen; Hessen) oder dem Sitz des Emittenten [warum nicht des Meldepflichtigen?] ankomme. Auch die Antwort darauf fiel leichter, wenn man wüsste, ob über einen „Geschäfts-“ oder einen „Arbeitstag“ diskutiert wird.

²³ Schneider, Gesetzgebung, 3. Aufl. 2002, Rz. 436, 443.

²⁴ So Hitzer/Wasmann, DB 2016, 1483 (1488); vgl. auch Kumpan, AG 2016, 446 (458).

„Unbeschadet der Artikel 14 und 15 darf ein Emittent einer Person, die Führungsaufgaben bei ihr wahrnimmt, erlauben Eigengeschäfte oder Geschäfte für Dritte während eines geschlossenen Zeitraums gemäß Absatz 11 vorzunehmen, vorausgesetzt, dass diese Geschäfte ... durch die Merkmale des betreffenden Geschäfts für Handel bedingt sind, die im Rahmen von Belegschaftsaktien oder einem Arbeitnehmersparplan, von Pflichtaktien oder von Bezugsberechtigungen auf Aktien oder Geschäfte getätigt werden, wenn sich die nutzbringende Beteiligung an dem einschlägigen Wertpapier nicht ändert.“

Einen solchen Text kann man lesen, so oft man will – seine Diktion wird nicht besser, seine Form nicht reiner, sein Inhalt nicht klarer. Auch die englische Version erhellt nichts, die Erwägungsgründe schweigen. Ohne wagemutige Kommentatoren lässt sich mit und aus einem solchen Gesetzestext nichts lesen, nichts lösen und nichts gestalten. Er erlaubt nicht einmal zu überprüfen, ob die in Art. 9 VO (EU) 2016/522 hierzu enthaltenen konkretisierenden Regelungen sich im Rahmen der Ermächtigung des Art. 18 Abs. 12 MMVO halten. Dieser sperrige, selbst für Juristen schwer verdauliche Stil ist für die MMVO freilich geradezu Programm: Wer nur einmal versucht hat, aus Art. 19 Abs. 7 lit. b MMVO den genauen Zuschnitt eines „zu meldenden Geschäfts“ herauszulesen, wer darüber gerätselt hat, wieso in Art. 18 Abs. 1 lit. a MMVO überflüssigerweise gleich zwei Mal vom „Zugang zu Insiderinformationen“ die Rede ist, oder wer sich gefragt hat, über was genau die in der Insiderliste Eingetragenen zu belehren sind und was davon sie „anerkennen“ müssen und worüber sie sich nur „bewusst sein“ sollen,²⁵ weiß, wovon die Rede ist.

f) Systematik

„[Für] die Gestaltung eines umfangreichen neuen ... Gesetzes in einem Guss ... gilt die Leitlinie: der äußere Aufbau soll dem Inhalt entsprechen ... das Wichtigere kommt vor dem weniger Wichtigem, Ausnahmen müssen der Regel folgen, Sanktionen den Pflichten.“²⁶

Art. 18 Abs. 7 MMVO definiert, welche der in Abs. 1 genannten „Emittenten“ verpflichtet sind, eine Insiderliste zu führen: Das sind diejenigen, die, so der Regelfall, „für ihre Finanzinstrumente eine Zulassung zum Handel an einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat beantragt oder erhalten haben“. Auf die Ausnahme für eine besonders schützenswerte Emittenten-Gruppe stößt man denn aber bereits in dem vorhergehenden Abs. 6: Keiner Listenführungspflicht unterliegen danach die „Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Handel an KMU-Wachstumsmärkten zugelassen sind“. Sachlich mag die Sonderregelung einleuchten. Rechtstechnisch (und damit auch inhaltlich) sauber hätte hingegen Abs. 7 mit der Grundregel für die zur Listenführung regelmäßig verpflichteten

²⁵ Vgl. Simons, CCZ 2016, 221 (226 ff.).

²⁶ Schneider, Gesetzgebung, 3. Aufl. 2002, Rz. 333; vgl. auch Hugger, Gesetz, 1983, S. 306.

„Emittenten“ vor Abs. 6 mit den zur *Ausnahme* erklärten „KMU-Emittenten“ gehört.

g) Wiederholungen

„Fehlt [einem] Gesetz überhaupt ein erkennbares inhaltliches Aufbauprinzip oder können gar Systemunzulänglichkeiten (Wiederholungen, Brüche) ausgemacht werden, so ist dies ein untrügliches Zeichen für Versäumnisse während der Gesetzesvorbereitung, für mangelhaft strukturierte, unzulänglich durchdachte Vorlaufsaktivitäten, für überstürzt vorgenommene, unkoordinierte Rechtssetzungsakte.“²⁷

Gemäß Art. 18 Abs. 1 lit. b MMVO haben Emittenten und ihre Dienstleister die von ihnen zu führenden Insiderlisten „im Einklang mit Absatz 4 rasch zu aktualisieren“. Da der leicht auffindbare Abs. 4 seinerseits die Gründe nennt, unter denen eine Aktualisierung stattfindet, kann der Zweck des Abs. 1 lit. b – wenn es sich nicht um eine sinnlose Wiederholung handeln soll – allein darin liegen, die Aktualisierungspflicht mit einer Zeitbestimmung („rasch“) zu versehen. Genau dazu findet sich in Abs. 4 jedoch überraschenderweise ebenfalls eine Regelung, nur soll danach die Aktualisierung „unverzüglich“ erfolgen. Das ist immerhin ein Begriff, der dem deutschen Juristen vertraut ist, indem er auf § 121 Abs. 1 Satz 1 BGB verweist, aber gleichwohl: Wie soll die Aktualisierung nun erfolgen, „rasch“ oder „unverzüglich“? Auf den ersten Blick scheint ein „rasches“ Handeln kein schuldloses Zögern zu erlauben und daher dringlicher zu sein als ein „unverzügliches“ Tun. Aber die englische Übersetzung – einheitlich „promptly“ – lässt daran sogleich wieder zweifeln.²⁸ Was also gilt?²⁹

Ein weiteres Beispiel, diesmal aus dem Bereich der „Directors' Dealings“: Wer als Führungskraft mit Finanzinstrumenten seines Emittenten handelt, hat ein solches Geschäft, erstens, dem Emittenten (Art. 19 Abs. 1 Satz 1 lit. a MMVO) und, zweitens, „der in Absatz 2 Unterabsatz 2 genannten zuständigen Behörde“ zu melden. Gemäß Satz 2 sind „diese Meldungen“ – also offenbar *beide*, diejenige an den Emittenten und diejenige an die Behörde – „unverzüglich und spätestens drei Geschäftstage nach dem Datum des Geschäfts vorzunehmen“. In dem genannten „Absatz 2 Unterabsatz 2“ wird dann aber im Hinblick auf die Behördenmeldung die Fristanordnung unerklärlicherweise noch einmal wiederholt, nur: In diesem Fall soll die Meldung des Geschäfts plötzlich „innerhalb von drei Arbeitstagen nach dem Datum des Geschäfts“ vorzunehmen sein. Auf die unerklärliche terminologische Abweichung („Geschäftstage“ vs. „Arbeitstage“) wurde bereits hingewiesen. Davon abgesehen fehlt der Anordnung in Abs. 2 Unterabs. 2 aber auch die in Abs. 1 Satz 1 lit. a

genannte, ersichtlich als „Grundfall“ der Fristbestimmung gedachte „Unverzüglichkeit“ der Meldung. Überflüssig zu erwähnen, dass für die – im Übrigen durch empfindliche Geldbußen – sanktionierte Rechtzeitigkeit der Meldung eines Eigengeschäfts andere Spielräume bestehen, je nachdem, ob die Meldung „unverzüglich“ (und nur wenn das nicht funktioniert jedenfalls innerhalb von drei [Geschäfts-] Tagen) oder allgemein „innerhalb von drei (Arbeits-) Tagen“ zu machen ist. Was also soll hier gelten? Ein Vorrang der speziellen (Abs. 2 Unterabs. 2) vor der allgemeinen (Abs. 1 Satz 1) Fristbestimmung? Oder zugunsten der Betroffenen als eine Art „in dubio pro reo“-Regelung stets die längere Frist? Es ist offensichtlich, dass aus diesem Dilemma jedenfalls die herkömmlichen Interpretationsmethoden keinen Ausweg bieten. Stattdessen fragt sich: Wenn schon die Wiederholung einer Vorschrift ein handwerklicher Fehler ist, was ist denn dann erst die inhaltlich *abweichende* Wiederholung?

h) Folgerichtigkeit

„Eine Norm erscheint dann als willkürlich, wenn sie sich in den inneren Zusammenhang der ganzen Regelung nicht folgerichtig einordnen lässt.“³⁰

Gemäß Art. 18 Abs. 2 Unterabs. 1 MMVO müssen die in die Insiderliste eingetragenen Personen auf eine entsprechende Belehrung des Emittenten hin

- „die aus den Rechts- und Verwaltungsvorschriften erwachsenden Pflichten schriftlich anerkennen“ und
- „sich der Sanktionen bewusst“ sein, „die bei Insidergeschäften, unrechtmäßiger Offenlegung von Insiderinformationen Anwendung finden.“

KMU-Emittenten müssen dagegen zunächst einmal, nämlich bis zu einer gegenläufigen Aufforderung durch die BaFin, *keine* Insiderliste führen. Sie müssen aber die in ihre Liste gegebenenfalls aufzunehmenden Personen schon vor einer etwaigen BaFin-Aufforderung belehren, und zwar grundsätzlich mit dem auch von den regulären Emittenten zu beachtenden, oben genannten Inhalt. Überraschenderweise fügt Art. 18 Abs. 6 lit. a MMVO dem aber zusätzlich noch einen Belehrungs-Partikel hinzu, indem die Eingetragenen sich nämlich auch der „Sanktionen bewusst [sein müssen], die ... bei *Marktmanipulation* zur Anwendung kommen“. Eine sachliche Begründung dafür, wieso gerade diese Gruppe möglicher Insider über gerade dieses Thema zu belehren ist, wird vom Verordnungsgeber nicht gegeben. Sie lässt sich wohl auch nicht finden.³¹ Im Gegenteil: Wenn überhaupt, dann hätte mehr dafür gesprochen, die „normalen“ und nicht gerade die kleinen und mittleren Wachstums-Emittenten mit zusätzlichen Belehrungspflichten zu belasten. Man muss nicht soweit gehen, den Widerspruch „willkürlich“ zu finden; einem sinnlosen juristischen Rätselraten (und der „sicherheits-halben“ Empfehlung zu einer zusätzlichen sinnlosen Belehrung) Vorschub leistet er aber sicher.

²⁷ Hugger, Gesetze, 1983, S. 308; vgl. auch Schneider, Gesetzgebung, 3. Aufl. 2002, Rz. 408: „Wenn ein und dasselbe Gesetz eine Vorschrift wiederholt, so ist das ein Fehler.“

²⁸ Die Verwirrung wird dadurch nur größer, dass die Insiderliste an die BaFin gem. Art. 1 Abs. 1 lit. c MMVO – womit die dritte, ebenfalls bisher unbekannte Zeitbestimmung eingeführt wäre – „möglichst rasch“ (engl.: „as soon as possible“) herauszugeben ist.

²⁹ Dazu Simons, CCZ 2016, 221 (229).

³⁰ Schneider, Gesetzgebung, 3. Aufl. 2002, Rz. 59.

³¹ Vgl. Simons, CCZ 2016, 221 (228).

i) Vollständigkeit

„Je mehr das Gesetz zu einem Mittel der Steuerung von sozialen und wirtschaftlichen Verhältnissen eingesetzt wird, umso mehr verdrängt kurzfristige Zweckhaftigkeit die Suche nach dauerhafter Gerechtigkeit. Die in der raschen und häufigen Veränderung sichtbare Kurzlebigkeit der Vorschriften gibt der ganzen Gesetzgebung einen unsteten Zug.“³²

Gemäß Art. 18 Abs. 8 MMVO trifft die Pflicht zur Führung einer Insiderliste neben den Emittenten auch die Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate sowie alle Versteigerungsplattformen, Versteigerer und die Auktionsaufsicht bei Versteigerungen von Emissionszertifikaten und anderen darauf beruhenden Auktionsobjekten.

Eine in diesem Zusammenhang naheliegende Frage ist, ob neben den genannten Marktteilnehmern auch die von ihnen eingeschalteten *Dienstleister* eine Insiderliste führen müssen.³³ Nach der formalen Systematik des Art. 18 MMVO und dem Wortlaut seines Abs. 8 ist diese Frage eigentlich klar zu verneinen. Denn die neben den „Emittenten“ in Abs. 1 ausdrücklich genannten, „in ihrem Namen bzw. für ihre Rechnung handelnde[n] Person[en]“ tauchen in Abs. 8 gerade *nicht* auf. Schon die zu den Insiderlisten erlassene Durchführungsverordnung sieht das freilich anders: In ihren Erwägungsgründen (1) und (8), aber auch in Art. 1 Durchführungs-VO selbst werden die Dienstleister *aller* originär Listenführungsverpflichteten – also der Emittenten *und* der Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate etc. – wie selbstverständlich nebeneinander genannt. Auch wenn die Durchführungsverordnung den Anwendungsbereich der MMVO nicht erweitern kann, liegt der Gedanke dennoch nahe, dass es sich bei der Nichterwähnung der Dienstleister in Abs. 8 um ein Redaktionsversehen handelt. Danach wäre Art. 18 Abs. 8 MMVO so zu lesen, als ob alle vorherigen Absätze unverändert gelten und an den betreffenden Stellen allein die „Emittenten“ (und ihre dort erwähnten Dienstleister) durch die „Teilnehmer am Markt für Emissionszertifikate“ etc. (und ihre Dienstleister) zu ersetzen sind. Dem Dienstleister eines Teilnehmers am Markt für Emissionszertifikate etc. kann man aus dieser Perspektive daher nicht empfehlen, angesichts der womöglich unvollständigen Regelung auf die Führung einer Insiderliste zu verzichten. Die Systematik des Art. 18 Abs. 1 und 8 MMVO lässt sich hierfür freilich nicht ins Feld führen.

Ähnlich unvollständig präsentiert sich im Übrigen die Regelung zur Führung von Insiderlisten durch die Dienstleister der – ihrerseits von der Listenführungspflicht befreiten – KMU-Emittenten gem. Art. 18 Abs. 6 MMVO, die eine Reihe komplizierter Folgefragen aufwirft (Beachtung der für KMU-Emittenten geltenden Kautelen, wie z.B. die vorsorgliche Belehrung, auch durch deren Dienstleister? Kenntnisnahme des Dienstleisters von seiner eingeschränkten Listenführungspflicht?).³⁴ Für den

Praktiker handelt es sich dabei um naheliegende Fragen – deren fehlende Beantwortung die genannten Dienstleister angesichts der drohenden Sanktionen bei unterlassener Listenführung nun freilich in ganz überflüssige Unsicherheiten stößt.

Ein letzter Fall: Es wurde bereits erwähnt, dass der Emittent seine Insiderliste „rasch“ bzw. „unverzüglich“ (wer weiß das schon so genau?) zu aktualisieren hat. Art. 18 Abs. 4 MMVO nennt als möglichen Anlass dafür in einem offenbar abschließend gedachten Katalog drei Fälle, nämlich die Neueintragung einer Person in die Insiderliste (lit. b), ihre spätere Austragung (lit. c) und die Änderung des Erfassungsgrundes (lit. a). Während sich die beiden erstgenannten Fälle von selbst verstehen, ist unklar, was mit der „Änderung des Erfassungsgrundes“ gemeint sein könnte. Dies beiseite gelassen erscheint der Katalog des Abs. 4 jedoch insoweit unvollständig, als sehr viel häufigere – und aus Sicht der BaFin vermutlich sehr viel wichtigere – Änderungen, wie z.B. der persönlichen Daten (Name, Anschrift, Telefonnummern), überhaupt nicht erwähnt werden. Noch § 15 WpAIV a.F. hatte eine Aktualisierung des Insiderverzeichnis demgegenüber immer dann gefordert, „wenn es unrichtig geworden“ war und die anschließend genannten Fälle (übrigens genau die gleichen, die jetzt in Art. 18 Abs. 4 MMVO auftauchen) ausdrücklich zu Beispielen erklärt („insbesondere“).³⁵ Eine vollständige Neu-Regelung hätte die Aktualisierungspflicht konsequenterweise ebenfalls auf *sämtliche* Fälle einer Änderung der Insiderliste erstreckt. Der MMVO-Gesetzgeber hat es bei der lückenhaften Regelung belassen; die Praxis muss es richten.

j) Vollziehbarkeit

„Jede allgemeinverbindliche Rechtsnorm muss den Tatbestand und seine rechtliche Bedeutung festlegen. Dies muss mit einem Mindestmaß an Bestimmtheit und Klarheit geschehen, dergestalt, dass die gesetzlichen Festlegungen oder Regeln ... von Verwaltungsbehörden und Gerichten ohne Willkür gehandhabt werden können.“³⁶

Die unklaren Fristbestimmungen für die Meldung der Eigengeschäfte von Führungskräften und ihrer Angehörigen wurden bereits mehrfach erwähnt. Diese handwerklichen Fehler beiseite gelassen ist bei Art. 18 MMVO aber noch etwas anderes augenfällig, nämlich die genau synchrone Frist für

- die Meldung, die die Führungskraft und ihre Angehörigen gegenüber dem Emittenten und der BaFin (Art. 19 Abs. 1 MMVO) und
- die Meldung, die der Emittent anschließend gegenüber der Öffentlichkeit abzugeben hat (Art. 19 Abs. 3 MMVO).

³⁴ Dazu Simons, CCZ 2016, 221 (222).

³⁵ Vgl. nur Sethe in Assmann/Uwe H. Schneider, 6. Aufl. 2012, § 15b WpHG Rz. 57; Heinrich in KölnKomm/WpHG, 2. Aufl. 2014, § 15b WpHG Rz. 47; Pfüller in Fuchs, 2. Aufl. 2016, § 15b WpHG Rz. 78 f.; zur Neuregelung Simons, CCZ 2016, 221 (229).

³⁶ Schneider, Gesetzgebung, 3. Aufl. 2002, Rz. 66.

³² Schneider, Gesetzgebung, 3. Aufl. 2002, Rz. 433.

³³ Dazu Simons, CCZ 2016, 221 (222); unklar insoweit BaFin-FAQ (Stand: 29.6.2016), II.2 und 3.

Da der Emittent überhaupt erst durch die Meldung der Führungskraft von dem Geschäft erfährt, kann es vorkommen, dass ihm schlechterdings keine Zeit für seine eigene Meldung mehr bleibt.³⁷ Denn „unverzüglich“ kann der Emittent erst ab Kenntnis des Geschäfts handeln, seine maximale Meldefrist von „drei Geschäftstagen“ beginnt dagegen schon zeitlich früher, nämlich bereits „nach dem Geschäft [der Führungskraft]“, zu laufen. Das ist eine auffällige Abkehr von der zeitlichen Staffelung der beiden Meldungen, wie sie § 15a Abs. 1, 4 WpHG a.F. bisher vorgesehen hatte.

Dabei ist zu beachten, dass bereits die neue Dreitagesfrist angesichts der üblichen Abwicklungsmodalitäten bei Wertpapiergeschäften bereits überaus knapp bemessen ist. Der zusätzlich angeordnete Gleichlauf der beiden Meldefristen verschlimmert den Zeitdruck für den Emittenten nur noch.³⁸ Rechtsvorschriften, die von ihren Adressaten nicht zuverlässig eingehalten werden können, sollten jedoch auch nach europäischen (Grundrechts-) Maßstäben unverhältnismäßig und damit im Ergebnis unverbindlich

37 Kritisch *Mutter*, AG 2016, R239 (R240): „Zentraler Konstruktionsfehler“.

38 Ähnlich *Mutter*, AG 2016, R239 (R240): „Unfug“.

sein („*ultra posse nemo tenetur*“). Jedenfalls lässt sich ein Verstoß gegen die Meldepflicht des Emittenten für den Fall der fehlenden Möglichkeit, eine eigene rechtskonforme Meldung abzugeben, mangels Verschuldens (Vorsatz oder Leichtfertigkeit) nicht nach § 39 Abs. 3d Nr. 18 WpHG als bebußbare Ordnungswidrigkeit qualifizieren.

3. Conclusio

Nicht nur die Wissenschaft, sondern auch die juristische Praxis bedient sich bestimmter überkommener Methoden, um aus dem Bestand des geltenden Rechts Antworten auf die von ihr gestellten Fragen zu erhalten. Diese Methoden stellen heute durchaus in Rechnung, dass sich Rechtsfindung nicht allein in der Gesetzesauslegung erschöpft. Aber Wortlaut, Kontext, Geschichte und Zweck des Gesetzes sind doch notgedrungen der Ausgangspunkt jeder sinnvollen Rechtsfindung. Lässt es der Gesetzgeber in diesen Punkten an Klarheit fehlen, kann das Gesetz nicht greifen. Daran konnte bisher weder die Wissenschaft noch die Praxis grundsätzlich etwas ändern. Die MMVO stellt insoweit neue, gleichsam umgekehrte Anforderungen: Jenseits der überkommenen Methoden müssen nunmehr Wissenschaft und Praxis einem in Teilen misslungenen Gesetz erstmals einen neuen, anerkannten Sinn geben.

Rechtsprechung

Vergütung des gemeinsamen Vertreters der Anleihegläubiger in der Insolvenz InsO §§ 54, 64; SchVG §§ 7, 19

Vergütungen und Auslagen des gemeinsamen Vertreters für die Gläubiger von inhaltsgleichen Schuldverschreibungen aus Gesamtemissionen gehören nicht zu den Kosten des Insolvenzverfahrens. Sie können nicht vom Insolvenzgericht festgesetzt werden.

BGH, Beschl. v. 14.7.2016 – IX ZB 46/15

► Gründe

I. [Sachverhalt]

[1] Über das Vermögen der Schuldnerin wurde mit Beschluss vom 1.4.2014 das Insolvenzverfahren eröffnet und der weitere Beteiligte zu 1) zum Insolvenzverwalter bestellt.

[2] Die Schuldnerin gab insgesamt 4852 Serien an Orderschuldverschreibungen aus. Das Insolvenzgericht führte für jede der Orderschuldverschreibungsserien einzelne Gläubigerversammlungen zur Frage der Bestellung und Wahl gemeinsamer Vertreter gem. § 19 SchVG durch. Der weitere Beteiligte zu 2) wurde zum gemeinsamen Vertreter für 18 der Orderschuldverschreibungsserien bestellt.

[3] Mit Schreiben vom 4.2.2015 beantragte der weitere Beteiligte zu 2) beim Insolvenzgericht, ihm einen Auslagenvorschuss für den Abschluss einer ergänzenden Vermögensschadenhaftpflichtversicherung sowie einen Abschlag auf die für die Tätigkeit als gemeinsamer Vertreter entstandenen Vergü-

tungsansprüche in einer Gesamthöhe von 14.538,62 € zu gewähren. Das Insolvenzgericht lehnte den Antrag ab. ... [Beschwerde und Rechtsbeschwerde hatten keinen Erfolg.]

II. [Gründe]

...

[5] 1. Das Beschwerdegericht hat ausgeführt, es bestehe kein die Festsetzung der Vergütung durch das Insolvenzgericht rechtfertigendes Verfahrensrechtsverhältnis zwischen einem gemeinsamen Vertreter und der Schuldnerin. ...

[7] 2. Das hält rechtlicher Überprüfung stand. Das Insolvenzgericht hat die Festsetzung einer Vergütung für den weiteren Beteiligten zu 2) zu Recht abgelehnt. Eine solche Vergütungsfestsetzung ist gesetzlich nicht vorgesehen.

[8] a) Eine gesetzliche Regelung, dass das Insolvenzgericht die Vergütung eines gemeinsamen Vertreters von Anleihegläubigern nach Insolvenzeröffnung durch Beschluss mit Wirkung gegen die Masse festsetzt, enthalten weder das Schuldverschreibungsgesetz noch die Insolvenzordnung.

[9] aa) Der Schuldner trägt gem. § 7 Abs. 6 SchVG die durch die Bestellung eines gemeinsamen Vertreters der Anleihegläubiger entstehenden Kosten und Aufwendungen, einschließlich einer angemessenen Vergütung des gemeinsamen Vertreters. Wie sich die Höhe der Vergütung errechnet und auf welche Art und Weise der gemeinsame Vertreter seinen Vergütungsanspruch durchsetzen kann, regelt das Schuldverschreibungsgesetz nicht. Soweit § 19 Abs. 2 SchVG es ermöglicht, auch nach Eröffnung des Insolvenzverfahrens über das Vermögen des Emittenten (erstmalig) einen gemeinsamen