

Gernot Wilfling

## Directors' Dealings: Welche Pflichten Aufsichtsräte treffen

Besonders Aufsichtsräte von börsennotierten AGs sahen sich zuletzt zunehmend mit neuen Pflichten konfrontiert. Im Bereich directors' dealings wurden die meldepflichtigen Geschäfte deutlich ausgeweitet. Zudem bestehen seit Sommer 2016 Aufsichtsräte unmittelbar treffende Belehrungs- und Aufbewahrungspflichten sowie gesetzlich normierte Handelsverbote. In diesem Beitrag erfahren Sie, welche Pflichten in Zusammenhang mit dem neuen Directors' dealings-Regime zu beachten sind.



### 1. EINLEITUNG

Seit dem 3. 7. 2016 ist die Marktmissbrauchsverordnung<sup>(1)</sup> in den EU-Mitgliedstaaten unmittelbar anwendbar. Sie enthält wichtige, früher im BörseG geregelte Bestimmungen, wie etwa das Verbot von Insidergeschäften und Marktmanipulation, die Verpflichtung zum Veröffentlichen von Insider-Informationen (*Ad-hoc*-Publizität), das Führen von Insiderlisten und die Meldepflicht von Eigengeschäften (*directors' dealings*). Die Marktmissbrauchsverordnung gilt über geregelte Märkte wie den Amtlichen Handel und den Geregelten Freiverkehr der Wiener Börse hinaus auch für Emittenten von Finanzinstrumenten in unregulierten Märkten. Ihre Vorgaben sind daher auch für Aufsichtsräte<sup>(2)</sup> von Unternehmen relevant, die lediglich ein Finanzinstrument (Aktie, Anleihe, Genussschein etc) in den Dritten Markt der Wiener Börse einbezogen haben.

Die wesentlichen Vorgaben für Aufsichtsräte in Zusammenhang mit *directors' dealings* enthält Art 19 der Marktmissbrauchsverordnung. Sie können in drei große Blöcke untergliedert werden:

- die Meldung von Eigengeschäften,<sup>(3)</sup>
- Belehrungs- und Aufbewahrungspflichten<sup>(4)</sup> und
- Handelsverbote.<sup>(5)</sup>

### 2. MELDUNG VON EIGENGESCHÄFTEN

#### 2.1. Wer ist meldepflichtig?

Zur Meldung von Eigengeschäften sind zwei Gruppen von Personen verpflichtet, nämlich 1.) Personen, die bei Emittenten von Finanzinstrumenten Führungsaufgaben wahrnehmen (zu diesen Führungskräften gehören auch Aufsichtsräte), und 2.) mit Führungskräften in enger Beziehung stehende Personen.

In enger Beziehung zu einem Aufsichtsrat stehen zunächst Ehepartner und Partner, die nach nationalem Recht Ehepartnern gleichgestellt sind (Art 3 Abs 1 Z 26 lit a der Marktmissbrauchsverordnung), was in Österreich für eingetragene Lebenspartner, nicht aber für sonstige nicht eheliche Lebenspartner gilt.<sup>(6)</sup> Außerdem gelten unterhaltsberechtigende Kinder generell sowie andere Verwandte, die zum Zeitpunkt der Tätigkeit des Geschäfts seit mindestens einem Jahr mit einem Aufsichtsrat im Haushalt leben, als in enger Beziehung zum Aufsichtsrat stehend (Art 3 Abs 1 Z 26 lit b und c der Marktmissbrauchsverordnung).

Darüber hinaus ist eine „eng verbundene Person“ nach der Definition gemäß Marktmissbrauchsverordnung eine juristische Person, Treuhand oder Personengesellschaft (gemeinsam im Folgenden kurz: juristische Person), 1.) deren Führungsaufgaben durch den Aufsichts-

- (1) Verordnung (EU) Nr 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. 4. 2014 über Marktmissbrauch (Marktmissbrauchsverordnung) und zur Aufhebung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates und der Richtlinien 2003/124/EG, 2003/125/EG und 2004/72/EG der Kommission, ABl L 173 vom 12. 6. 2014, S 1.
- (2) Aus Gründen der leichteren Lesbarkeit wird hier ausschließlich die männliche Form verwendet. Alle in diesem Beitrag verwendeten personenbezogenen Formulierungen beziehen sich aber selbstverständlich gleichermaßen auf Frauen und Männer.
- (3) Siehe Punkt 2.
- (4) Siehe Punkt 3.
- (5) Siehe Punkt 5.
- (6) Wilfling, Praxishandbuch Börserecht (2017) 222; Lechner/Temmel in Temmel, BörseG (2011) § 48d Rz 148; Kalss/Zollner, Zurechnungsfragen beim Directors' Dealings – erste Anwendungsprobleme beim neuen § 48d Abs 4 BörseG, GES 2005, 197 (198); Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht<sup>2</sup> (2015) § 19 Rz 42 ff; anderer Ansicht Ch. Schrank, Directors' Dealings: Wann darf das Management mit Aktien handeln? CFO aktuell 2011, 107 (108).

Mag. Gernot Wilfling ist Rechtsanwalt in Wien und berät hauptsächlich im Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht.

## Directors' Dealings: Welche Pflichten Aufsichtsräte treffen

rat oder eine eng mit diesem verbundene (natürliche) Person wahrgenommen werden, 2.) die direkt oder indirekt von einer solchen Person kontrolliert wird, 3.) die zugunsten einer solchen Person gegründet wurde oder 4.) deren wirtschaftliche Interessen weitgehend denen einer solchen Person entsprechen (Art 3 Abs 1 Z 26 lit d der Marktmissbrauchsverordnung).

Diese Definition würde neben anderen Gesellschaften, bei denen ein Aufsichtsrat ebenfalls Organmitglied ist, auch jede Gesellschaft umfassen, bei der etwa die Frau oder der seit einem Jahr im gleichen Haus lebende Bruder des Aufsichtsrats eine Organfunktion ausübt. Das wäre ausufernd weit und die FMA legt die Bestimmung daher nach derzeitiger Verwaltungspraxis einschränkend aus. Juristische Personen sollen demnach nur meldepflichtig sein, wenn (mindestens) einer der vier beschriebenen Zurechnungstatbestände des Art 3 Abs 1 Z 26 lit d der Marktmissbrauchsverordnung erfüllt ist und zusätzlich die Führungskraft, aufgrund derer der Zurechnungstatbestand erfüllt ist, einen nennenswerten wirtschaftlichen Vorteil aus der Transaktion hat.<sup>(7)</sup> Ein solcher Vorteil liegt insbesondere vor, wenn die Führungskraft mit mindestens 50 % an der Gesellschaft beteiligt ist, ihr die Ausübung von mindestens 50 % der Stimmrechte möglich ist oder ihr wenigstens 50 % der Gewinne zugeordnet werden.<sup>(8)</sup> Meldepflichtig wären demnach beispielsweise die im Alleineigentum des Aufsichtsrats stehende Managementgesellschaft und das Joint Venture, an dem der Aufsichtsrat zu 50 % beteiligt ist und eine Geschäftsführerposition ausübt, nicht aber die vier anderen AGs, in denen er ohne wesentliche Beteiligung eine Aufsichtsratsfunktion ausübt.<sup>(9)</sup>

### 2.2. Welche Geschäfte sind meldepflichtig?

Meldepflichtig sind alle entgeltlichen und unentgeltlichen<sup>(10)</sup> Eigengeschäfte mit Anteilen oder Schuldtiteln des betroffenen Emittenten oder damit verbundenen Derivaten oder anderen damit verbundenen Finanzinstrumenten (Art 19 Abs 1 lit a der Marktmissbrauchsverordnung). Meldepflichtig sind auch das Verpfänden und Verleihen meldepflichtiger Finanzinstrumente durch Aufsichtsräte. Weiters Geschäfte von Vermögensverwaltern des Aufsichtsrats in dessen Auftrag, sogar wenn sie dabei im eigenen Ermessen handeln (Art 19 Abs 7 lit b der Marktmissbrauchsverordnung). Meldepflichtig sind unter Umständen auch Geschäfte im Rahmen einer Lebensversicherung (insbesondere wenn der Aufsichtsrat oder eine eng verbundene Person Versicherungsnehmer ist und die Investitionsentscheidung trifft; siehe Art 19 Abs 7 lit c der Marktmissbrauchsverordnung). Neu ist seit Sommer auch, dass Aktienoptionen bereits mit der Zuteilung – und nicht erst bei Ausübung – meldepflichtig sind.<sup>(11)</sup> Eine Konkretisierung der meldepflichtigen Geschäfte enthält Art 10 Abs 2 der Delegierten Verordnung (EU) 2016/522.<sup>(12)</sup>

Die wesentlichen Vorgaben für Aufsichtsräte in Zusammenhang mit *directors' dealings* enthält Art 19 der Marktmissbrauchsverordnung.

### 2.3. Ab welcher Schwelle sind Geschäfte meldepflichtig?

*Directors' dealings* sind, bis der Gesamtbetrag aller Geschäfte in einem Kalenderjahr 5.000 € erreicht, nicht meldepflichtig (Art 19 Abs 1 letzter Satz iVm Abs 8 der Marktmissbrauchsverordnung). Diese Schwelle wird in Kürze auf 20.000 € angehoben.<sup>(13)</sup> Der Schwellenwert errechnet sich aus einer Addition aller nach Art 19 Abs 1 der Marktmissbrauchsverordnung meldepflichtigen Geschäfte ohne *net-*

(7) Siehe FMA-Information vom 15. 7. 2016 zur Meldepflicht nach Art 19 der Marktmissbrauchsverordnung, online abrufbar unter <https://www.fma.gv.at/meldepflicht-nach-art-19-mar>.

(8) Zur Rechtslage vor der Marktmissbrauchsverordnung in diesem Sinn auch BaFin-Emittentenleitfaden in der Fassung vom 22. 7. 2013, S 75, online abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl\\_emittentenleitfaden\\_2013.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/Leitfaden/WA/dl_emittentenleitfaden_2013.html); ähnlich auch *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht<sup>2</sup>, § 19 Rz 50; *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>6</sup> (2012) § 15a Rz 56; *Pfüller* in *A. Fuchs*, WPHG<sup>2</sup> (2016) § 15a Rz 106a.

(9) Für weitere Beispiele siehe *Wilfling*, Börserecht, 225.

(10) Neben Käufen und Verkäufen etwa auch Schenkungen und Erbschaften; siehe *ESMA*, Final Report: ESMA's technical advice on possible delegated acts concerning the Market Abuse Regulation, ESMA/2015/224, Punkt 5.2 Rz 105, 132 und Punkt 5.4 Rz 2 lit m, online abrufbar unter <https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/2015/11/2015-224.pdf>; *Wilfling*, Eigengeschäfte von Aufsichtsräten nach der Marktmissbrauchsverordnung, Aufsichtsrat aktuell 3/2015, 10 (12); anderer Ansicht wohl *Hartlieb/Simonishvili*, *Directors' Dealings* nach der Marktmissbrauchsverordnung, ZFR 2015, 61 (63).

(11) Siehe weiterführend *Wilfling*, Börserecht, 231 f.

(12) Delegierte Verordnung (EU) 2016/522 der Kommission vom 17. 12. 2015 zur Ergänzung der Verordnung (EU) Nr 596/2014 des Europäischen Parlaments und des Rates im Hinblick auf eine Ausnahme für bestimmte öffentliche Stellen und Zentralbanken von Drittstaaten, die Indikatoren für Marktmanipulation, die Schwellenwerte für die Offenlegung, die zuständige Behörde, der ein Aufschub zu melden ist, die Erlaubnis zum Handel während eines geschlossenen Zeitraums und die Arten meldepflichtiger Eigengeschäfte von Führungskräften, ABl L 88 vom 5. 4. 2016, S 1.

(13) Die FMA arbeitet gerade an einer diesbezüglichen Änderung ihrer Veröffentlichungs- und Meldeverordnung.

Die Marktmissbrauchsverordnung enthält generelle Handelsverbote für Aufsichtsräte und sonstige Führungskräfte (etwa Vorstände).

ting. Was das bedeutet, war lange nicht restlos klar. Fraglich war insbesondere, ob für Zwecke der Berechnung der Schwelle Geschäfte von Führungskräften und Geschäfte von in enger Beziehung mit ihnen stehenden Personen zusammenzurechnen sind. Dem Vernehmen nach vertrat die FMA auch unter der Marktmissbrauchsverordnung weiterhin eine Zusammenrechnung. Die deutsche BaFin war dagegen von Beginn an der Ansicht, dass Geschäfte von Führungskräften und in enger Beziehung stehenden Personen bei der Berechnung der Meldeschwelle nicht zusammenzurechnen sind.<sup>(14)</sup> Seit Kurzem hat die ESMA, deren Ansicht die FMA in der Regel folgt, Klarheit geschaffen: Keine Zusammenrechnung!<sup>(15)</sup>

Meldungen haben binnen drei Geschäftstagen an den Emittenten und die FMA<sup>(16)</sup> unter Verwendung der zwingend vorgeschriebenen, auf der Website der FMA abrufbaren Meldevorlage zu erfolgen. Die Veröffentlichungspflicht trifft nach der Marktmissbrauchsverordnung den Emittenten.

### 3. BELEHRUNGS- UND AUFBEWAHRUNGSPFLICHT

Art 19 Abs 5 der Marktmissbrauchsverordnung enthält seit Sommer 2016 eine Belehrungspflicht, die sich auf zwei Ebenen abspielt. Zum einen müssen Emittenten ihre Führungskräfte, also auch die Mitglieder des Aufsichtsrats, über die Pflichten im Zusammenhang mit *directors' dealings* schriftlich in Kenntnis setzen. Eine solche Belehrung sollten Aufsichtsräte von Emittenten, deren Aktien oder Schuldtitel zum Handel im Amtlichen Handel oder Geregelten Freiverkehr der Wiener Börse zugelassen sind oder in den Dritten Markt der Wiener Börse einbezogen wurden, bereits erhalten haben.

Unabhängig davon trifft Aufsichtsräte eine eigene Pflicht, sämtliche zu ihnen in enger Beziehung stehende Personen schriftlich über ihre Pflichten im Zusammenhang mit *directors' dealings* in Kenntnis zu setzen und eine Kopie der Belehrung aufzubewahren. Der Umfang der Belehrungspflicht ist nicht näher geregelt. Es reicht daher wohl, die relevanten Gesetzestexte zu übermitteln. Enthält die Compliance-Richt-

linie des Emittenten Ausführungen zu *directors' dealings*, reicht es meines Erachtens auch, den in enger Beziehung stehenden Personen die Compliance-Richtlinie zu übermitteln. In der Praxis werden Belehrungen jedoch regelmäßig ausführlicher und verständlicher gestaltet und Emittenten stellen den Führungskräften meist eine Vorlage zur Verfügung, mit welcher sie ihrer Belehrungspflicht nachkommen können.<sup>(17)</sup>

Schriftliches In-Kennntnis-Setzen verlangt keine Gegenfertigung durch die zu belehrenden Personen. Es reicht daher etwa auch, die Belehrung auf irgendeine Art zu übermitteln. Wichtig ist freilich, die Übermittlung belegen zu können. Dazu reicht es meines Erachtens, wenn das Organmitglied den Versand an die von seinen in enger Beziehung stehenden Personen genutzten E-Mail-Adressen belegen kann. Lesebestätigungen anzufordern ist zwar sinnvoll, ihr vollständiges Vorliegen aber keine Voraussetzung für das Erfüllen der Belehrungspflicht; ebenso wenig sind eine ausdrückliche Bestätigung bzw. Kenntnisaufnahme der zu Belehrenden erforderlich. Rein mündliche Belehrungen sind dagegen unzureichend. Laut Marktmissbrauchsverordnung ist eine Kopie der Belehrung aufzubewahren<sup>(18)</sup> (etwa Ausdruck der elektronisch versandten Belehrungen samt Übermittlungsnachweis und Ablage in einem Ordner; vieles spricht aber meines Erachtens dafür, auch eine elektronische Verwahrung anzuerkennen).

Durch die Belehrungspflicht rückt mit der oben beschriebenen Einstufung von Personen als in enger Beziehung stehend ein vor der Neuregelung nicht besonders beachtetes Thema in den Vordergrund. Will man als Aufsichtsrat seiner Belehrungspflicht ordnungsgemäß nachkommen, muss man unabhängig von einer konkreten Transaktionsabsicht einer möglicherweise in enger Beziehung stehenden Person evaluieren, wer diesem Kreis eigentlich genau angehört. Emittenten stellen Aufsichtsräten dafür in der Regel einen Evaluierungsfragebogen zur Verfügung.<sup>(19)</sup> Das Ergebnis der Evaluierung ist auch dem Emittenten zur Verfügung zu stellen (dieser hat eine Liste der Meldepflichtigen zu führen und ist dabei auf die entsprechenden Informationen durch die Aufsichtsräte angewiesen).<sup>(20)</sup>

(14) BaFin, FAQ zu Eigengeschäften von Führungskräften nach Art 19 Marktmissbrauchsverordnung, 5, online abrufbar unter [https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/FAQ/dl\\_faq\\_mar\\_art\\_19\\_DD.pdf?blob=publicationFile&v=1](https://www.bafin.de/SharedDocs/Downloads/DE/FAQ/dl_faq_mar_art_19_DD.pdf?blob=publicationFile&v=1).

(15) ESMA, Questions and Answers on the Market Abuse Regulation (2017) 8, online abrufbar unter [https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-21038340-40\\_qa\\_on\\_market\\_abuse\\_regulation.pdf](https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/esma70-21038340-40_qa_on_market_abuse_regulation.pdf).

(16) E-Mail: marktaufischt@fma.gv.at.

(17) Wilfling, Börserecht, 226.

(18) Wilfling, Börserecht, 226 f.

(19) Eine kompakt gestaltete Variante eines solchen Evaluierungsbogens ist bei Wilfling, Börserecht, als Anlage 12 abgedruckt.

(20) Wilfling, Börserecht, 227.

## Directors' Dealings: Welche Pflichten Aufsichtsräte treffen

Die hier beschriebenen Belehrungs- und Aufzeichnungspflichten sollten von Aufsichtsräten sehr ernst genommen werden. Die hohen Strafdrohungen für Verstöße gegen Art 19 der Marktmissbrauchsverordnung (bis zu 500.000 € Verwaltungsstrafe für natürliche Personen) gelten nämlich nicht nur für Verletzungen der unter Punkt 2. beschriebenen Meldepflicht oder von Handelsverboten,<sup>(21)</sup> sondern auch für Verletzungen der Belehrungs- und Aufzeichnungspflicht.<sup>(22)</sup>

### 4. HANDELSVERBOT

Die Marktmissbrauchsverordnung enthält generelle Handelsverbote für Aufsichtsräte und sonstige Führungskräfte (etwa Vorstände). Sie dürfen 30 Kalendertage vor der Ankündigung eines Zwischenberichts oder eines Jahresabschlussberichts weder direkt noch indirekt Eigengeschäfte oder Geschäfte für Dritte im Zusammenhang mit den Anteilen (Aktien) oder Schuldtiteln des Emittenten oder Derivatens oder anderen mit diesen in Zusammenhang stehenden Finanzinstrumenten tätigen. Voraussetzung ist, dass der jeweilige Bericht entweder aufgrund der Vorschriften des Handelsplatzes, auf dem die Anteile des Emittenten zugelassen sind, oder aufgrund nationalen Rechts veröffentlicht werden muss (Art 19 Abs 11 der Marktmiss-

brauchsverordnung). Hiervon können nur unter sehr eingeschränkten Umständen Ausnahmen gewährt werden (praktisch selten).<sup>(23)</sup>

### 5. AUSBLICK

Die Änderungen bei den *directors' dealings* haben rund um die Anwendbarkeit der Marktmissbrauchsverordnung viel Staub aufgewirbelt. Mittlerweile hat die Praxis – wie gezeigt – durchaus praktikable Wege gefunden, mit den neuen Vorgaben von Art 19 der Marktmissbrauchsverordnung umzugehen.

Die hier beschriebenen, neuen Vorgaben im Bereich *directors' dealings* sind nur ein kleiner Auszug der jüngsten, primär durch europäische Vorgaben vorangetriebenen Änderungen im Börserecht. In diesem nicht ganz einfachen Umfeld soll mein kürzlich im Linde Verlag erschienenenes „Praxishandbuch Börserecht“ den Rechtsunterworfenen als Hilfestellung dienen. Neben einer umfassenden Erläuterung der Marktmissbrauchsverordnung enthält das Werk etwa Ausführungen zum Gang an die Börse, zu Zulassungsfolgepflichten, zur Beteiligungspublizität, zum Übernahmerecht, zum *delisting* und zum Verwaltungsverfahren im Börserecht. Der Fokus liegt dabei auf einer kompakten, praxisnahen Darstellung mit zahlreichen Beispielen, Meldemustern und Vorlagen.

(21) Siehe Punkt 4.

(22) Zu den Details siehe *Wilfling*, Börserecht, 228.

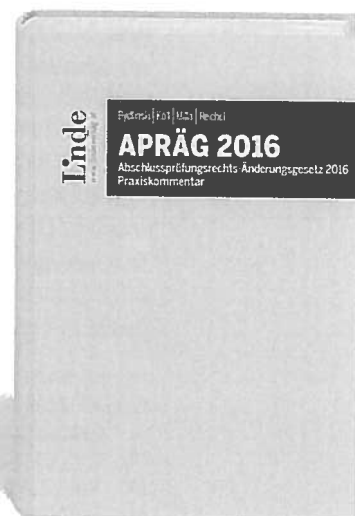
(23) Zu den Details zum Handelsverbot siehe auch *Wilfling*, Aufsichtsrat aktuell 3/2015, 14. Eine umfassende Beschreibung des Handelsverbots und der Ausnahmen findet man außerdem bei *Wilfling*, Börserecht, 237 ff.

## Bestens gerüstet für die Abschlussprüfung neu

### APRÄG 2016

Milla/Bydlinski/Köll/  
Reichel  
2017, 600 Seiten, geb.  
ISBN 978-3-7073-3497-5  
EUR 98,-

AUCH  
**online**  
[www.lindeonline.at](http://www.lindeonline.at)



Preisänderungen und Irrtum vorbehalten. Preise inkl. MwSt.

[www.lindeverlag.at](http://www.lindeverlag.at)

**Linde**