

**Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht**

Band 13

Directors' Dealings

**§ 15a WpHG im Vergleich mit den Regelungen
in den Vereinigten Staaten von Amerika, Großbritannien
sowie der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie
unter besonderer Berücksichtigung des persönlichen
Anwendungsbereichs**

Von

Falk Osterloh



Duncker & Humblot · Berlin

FALK OSTERLOH

Directors' Dealings

Abhandlungen zum Deutschen und Europäischen
Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht

Herausgegeben von

Professor Dr. Holger Fleischer, LL.M., Bonn

Professor Dr. Hanno Merkt, LL.M., Freiburg

Professor Dr. Gerald Spindler, Göttingen

Band 13

Directors' Dealings

§ 15a WpHG im Vergleich mit den Regelungen
in den Vereinigten Staaten von Amerika, Großbritannien
sowie der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie
unter besonderer Berücksichtigung des persönlichen
Anwendungsbereichs

Von

Falk Osterloh



Duncker & Humblot · Berlin

Die Rechts- und Staatswissenschaftliche Fakultät
der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn hat diese Arbeit
im Jahre 2006 als Dissertation angenommen.

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Alle Rechte vorbehalten
© 2009 Duncker & Humblot GmbH, Berlin
Fotoprint: Berliner Buchdruckerei Union GmbH, Berlin
Printed in Germany

ISSN 1614-7626
ISBN 978-3-428-12512-8

Gedruckt auf alterungsbeständigem (säurefreiem) Papier
entsprechend ISO 9706 ☉

Internet: <http://www.duncker-humblot.de>

Meinen Eltern

Vorwort

Die vorliegende Arbeit wurde im Juli 2006 von der Rechts- und Staatswissenschaftlichen Fakultät der Rheinischen Friedrich-Wilhelms-Universität Bonn als Dissertation angenommen. Das Manuskript wurde überarbeitet und ist auf dem Stand vom 1. März 2007. Berücksichtigt werden konnten daher insbesondere noch das Transparenzrichtlinien-Umsetzungsgesetz sowie der britische „Companies Act 2006“.

Zunächst gebührt mein herzlicher Dank meinem Doktorvater Herrn Professor Dr. Daniel Zimmer LL.M., der die Untersuchung angeregt und betreut hat. Das von ihm regelmäßig veranstaltete Doktorandenseminar bot eine hervorragende Plattform für fruchtbare Diskussionen. Auch hat der von ihm vermittelte Forschungsaufenthalt am Max-Planck-Institut für ausländisches und internationales Privatrecht in Hamburg entscheidend zur Erstellung der US-amerikanischen und britischen Länderberichte beigetragen. Herrn Professor Dr. Holger Fleischer LL.M. danke ich für das zügig erstellte Zweitgutachten sowie die Aufnahme in die vorliegende Schriftenreihe. In diesem Zusammenhang sei auch den Mitherausgebern dieser Schriftenreihe, Herrn Professor Dr. Hanno Merkt LL.M. und Herrn Professor Dr. Gerald Spindler, gedankt.

Dank gebührt auch Herrn Rechtsanwalt Dr. Jürgen Lüders, der mir während meiner Tätigkeit als wissenschaftlicher Mitarbeiter nicht nur den Spaß am Gesellschaftsrecht vermittelt hat, sondern mir auch die notwendige Freiheit gewährte, um diese Arbeit zeitnah fertig zu stellen. Weiterer Dank gebührt schließlich Frau Rebekka Rieger und Herrn Daniel Dohrn, ohne deren kritische Anregungen, unermüdliches Korrekturlesen und stete Aufmunterungen der Abschluss dieser Arbeit nicht möglich gewesen wäre.

Bonn, im März 2007

Falk Osterloh

Inhaltsverzeichnis

1. Teil

Grundlagen der Regelungen bei Directors' Dealings in den USA, Großbritannien und Deutschland sowie auf europäischer Ebene	39
--	-----------

1. Kapitel

Einleitung	39
-------------------	-----------

A. Ausgangspunkt und Gegenstand der Untersuchung	39
I. Besondere Informationsvorteile bestimmter Personengruppen im Hinblick auf kursensible Daten	39
II. Begriff der „Directors' Dealings“	40
III. Relevanz der Mitteilungen der Directors' Dealings	41
IV. Ziele dieser Arbeit	42
V. Gang der Untersuchung	45
B. Die Reaktion des deutschen und europäischen Gesetzgebers auf Directors' Dealings	46
I. Einleitung	46
II. Erste Regelungen in Deutschland	48
1. Regelungen des Aktiengesetzes	48
2. Normierung im Regelwerk Neuer Markt	48
3. Deutscher Corporate Governance Kodex	49
4. Normierung in § 15a WpHG durch das vierte Finanzmarktförderungsgesetz	50
III. Regelungsbestrebungen auf europäischer Ebene	50
1. Das beschleunigte Rechtsetzungsverfahren zur Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte	51
2. Die Marktmissbrauchsrichtlinie 2003/06/EG (erste Stufe)	53
3. Durchführungsmaßnahmen zur Marktmissbrauchsrichtlinie (zweite Stufe)	54
IV. Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie durch das Anlegerschutzverbesserungsgesetz	56

b)	Besondere Bedeutung des Begriffs des „wirtschaftlichen Eigentums“ (beneficial ownership).....	93
aa)	Die zwei Bedeutungen des Begriffs „beneficial ownership“.....	93
bb)	Ausgestaltung des Begriffs des wirtschaftlichen Eigentums (beneficial ownership) im Sinne der SEA Rule 16a-1(a)(2).....	94
c)	Inhalt sowie Art und Weise der Mitteilungspflicht.....	97
aa)	Allgemeines.....	97
bb)	Eingangsberichterstattung	99
cc)	Mitteilungspflicht bei Änderung des wirtschaftlichen Eigentums.....	100
(1)	Kurzfristige Mitteilungspflicht	101
(2)	Jährliche Mitteilung	102
d)	Durchsetzung und Rechtsfolgen.....	104
aa)	Kompetenzen durch die SEC.....	104
bb)	Zivilrechtliche und strafrechtliche Rechtsfolgen.....	105
cc)	Veröffentlichungspflicht von Verstößen gegen Sec. 16(a) SEA.....	105
dd)	Ergebnis	106
5.	Sec. 16(b) SEA	107
a)	Anwendungsbereich.....	107
aa)	Konzept der Sec. 16(b) SEA.....	108
bb)	Auslösung der Gewinnherausgabeverpflichtung.....	108
cc)	Berechnung des herauszugebenden Gewinns.....	109
b)	Ausnahmen von Sec. 16(b) SEA.....	110
c)	Durchsetzung der Sec. 16(b).....	113
6.	Sec. 16(c) SEA	115
II.	Spezialfälle der Vorschriften über Directors’ Dealings	116
1.	Sec. 30(h) Investment Company Act (ICA).....	116
2.	Sarbanes-Oxley-Act blackout period.....	117
III.	Regulierung der Directors’ Dealings durch Wertpapierbörsen und Emittenten.....	118
B.	Die Regulierung der Directors’ Dealings in Großbritannien.....	119
I.	Einleitung.....	119
1.	Rechtsquellen der Regelung über Directors’ Dealings	119
a)	Der Companies Act 1985 (CA 1985)	119
b)	Kapitalmarktrechtliche Rechtsquellen.....	121
2.	Normzweck der Offenlegungspflichten für Directors’ Dealings	124
a)	Sec. 324–329 CA 1985.....	124
b)	Die Disclosure Rules (DR) und der Model Code	127
c)	Ergebnis	128

II.	Regelungen hinsichtlich Directors' Dealings für alle Gesellschaften	128
1.	Sachlicher Anwendungsbereich der Sec. 324–328 CA 1985	128
2.	Persönlicher Anwendungsbereich der Sec. 324–328 CA 1985	129
3.	Pflichten bei Directors' Dealings für directors aller Gesellschaften nach dem Companies Act 1985.....	130
a)	Eingangsbichterstattung.....	131
b)	Meldepflicht bei Transaktionen	131
c)	Periodische Offenlegungspflichten.....	132
4.	Pflichten der Gesellschaft bei Directors' Dealings nach dem Companies Act 1985.....	133
III.	Besondere Regelungen bei Directors' Dealings für börsennotierte Gesellschaften	134
1.	Gesetzliche Regelungen	135
a)	Companies Act 1985.....	135
aa)	Verbotene Optionsgeschäfte nach Sec. 323 CA 1985.....	135
bb)	Meldepflicht nach Sec. 329 CA 1985.....	136
b)	Regelung der Directors' Dealings durch die Disclosure Rules (DR).....	137
aa)	Meldepflichten bei Transaktionen.....	138
bb)	Periodische Offenlegungspflichten	140
c)	Ergebnis	140
2.	Regelung der Directors' Dealings im Rahmen der Selbstregulierung.....	141
a)	Regelung der Directors' Dealings durch den Model Code.....	141
aa)	Grundsatz der Genehmigung aller Directors' Dealings	141
bb)	Nichtgenehmigungsfähigkeit von Directors' Dealings während bestimmter Zeiträume (prohibited periods).....	142
cc)	Genehmigungsfähigkeit trotz bestehender prohibited period	143
dd)	Ergebnis	144
b)	Regeln des Alternative Investment Market (AIM)	145
c)	City Code on Takeovers and Mergers	145
3.	Zusammenfassung.....	146
IV.	Durchsetzung der Regelungen für Directors' Dealings	147
1.	Durchsetzung der Pflichten aus dem Companies Act 1985.....	147
a)	Untersuchungen.....	147
b)	Strafrechtliche Sanktionen.....	147
2.	Durchsetzung der Pflichten aus dem FSA Handbook.....	149
3.	Durchsetzung der Pflichten aus dem Model Code.....	150
C.	Die Regelung der Directors' Dealings nach deutschem Recht unter Einfluss der europarechtlichen Vorgaben	151
I.	Mitteilungspflicht des § 15a Abs. 1 WpHG.....	151

1. Sachlicher Anwendungsbereich	151
a) Von § 15a Abs. 1 WpHG erfasste Emittenten	151
aa) Erfasste Märkte	151
bb) Auf diesen Märkten zugelassene Wertpapiere	153
(1) Regelung in § 15a Abs. 1 Satz 1 WpHG a. F.	153
(2) Neufassung nach § 15a Abs. 1 Satz 1 und Satz 3 WpHG	153
cc) Anwendungsbereich bei grenzüberschreitenden Sachverhalten ...	158
(1) § 15a WpHG a. F.	158
(2) § 15a Abs. 1 i. V. m. § 1 Abs. 2 WpHG und Art. 10 RL 2003/06/EG	158
(3) Einfluss des Art. 6 Abs. 1 Satz 2 RL 2004/72/EG	160
(4) Richtlinienkonforme Einschränkung des Anwendungsbereichs des § 15a WpHG?	163
dd) Ergebnis	165
b) Von § 15a Abs. 1 WpHG erfasste Geschäfte	166
aa) Erfasste Wertpapiere	166
(1) § 15a WpHG a. F.	166
(2) § 15a WpHG n. F.	167
bb) Erfasste Arten der Transaktion	170
(1) Anknüpfungspunkt für die Meldepflicht	170
(2) Grundsätzlich erfasste Geschäfte	172
(3) Erwerb auf arbeitsvertraglicher Grundlage oder als Vergütungsbestandteil	173
(4) Unentgeltliche Geschäfte	175
(5) Sicherungsübereignung und Verpfändung	177
(6) Ort der Transaktion	177
(7) Ergebnis	178
cc) Ausnahmen von der Mitteilungspflicht nach § 15a Abs. 1 WpHG	178
(1) Ausnahmen nach § 15a WpHG a. F.	178
(2) Ausnahmen nach der Neuregelung des § 15a WpHG	180
dd) Ergebnis	182
2. Persönlicher Anwendungsbereich	183
II. Zu den von § 15a WpHG geforderten Mitteilungen und Veröffentlichungen	183
1. Neue Ausgestaltung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht	183
2. Weitere Pflichten des § 15a Abs. 4 WpHG lediglich für Inlandsemittenten	184
a) Begriff des Inlandsemittenten nach § 2 Abs. 7 WpHG	184
b) Begriff des Herkunftsstaates nach § 2 Abs. 6 WpHG	185

c) Fazit	186
3. Art und Weise der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht	187
a) Mitteilung der Directors' Dealings an Emittent und BaFin (§ 15a Abs. 1 WpHG).....	187
b) Veröffentlichung der Mitteilung durch Inlandsemittent und BaFin und Übermittlung an das Unternehmensregister (§ 15a Abs. 4 WpHG).....	189
c) Ergebnis	193
4. Inhalt der Mitteilung und deren Veröffentlichung.....	194
a) Inhalt der nach § 15a Abs. 1 Satz 1 WpHG geforderten Mitteilung an Emittent und BaFin.....	194
b) Inhalt der nach § 15a Abs. 4 WpHG geforderten Veröffentlichung der Mitteilung und der Übermittlung an das Unternehmensregister	195
5. Fazit zur durch das TUG geänderten Veröffentlichungspflicht nach § 15a Abs. 4 WpHG.....	196
III. Durchsetzung der Mitteilungspflicht nach § 15a WpHG.....	197
IV. Rechtsfolgen bei Verstoß gegen die Mitteilungspflicht des § 15a WpHG	199
V. Zivilrechtliche Folgen bei einer Verletzung des § 15a WpHG.....	202

3. Kapitel

Die Einordnung der Regelungen der Directors' Dealings in das internationale und nationale Umfeld

	204
I. Insiderhandel	204
1. Regelungen gegen Insiderhandel in den USA.....	204
a) SEA Rule 10b-5.....	204
b) Verhältnis von SEA Rule 10b-5 zu Sec. 16 SEA	208
2. Regelungen gegen den Insiderhandel in Großbritannien	209
a) Strafrechtliches Verbot von Insidergeschäften.....	209
b) Zivilrechtliches Vorgehen durch die Gesellschaft und die Anteilseigner.....	210
3. Verbot des Insiderhandels nach § 14 WpHG in Deutschland.....	211
II. Insiderlisten	215
1. Insiderlisten in den USA	215
2. Insiderlisten in Großbritannien	216
3. Pflicht zur Führung von Insiderlisten nach § 15b WpHG in Deutschland.....	217
III. Ad-hoc-Publizität	219
1. Ad-hoc-Publizität in den USA	220
2. Ad-hoc-Publizität in Großbritannien	221

3. Ad-hoc-Publizität nach § 15 WpHG in Deutschland.....	222
IV. Beteiligungstransparenz	228
1. Beteiligungstransparenz in den USA.....	228
a) Sec. 13(d) SEA	228
b) Regulation S-K Item 403.....	229
2. Beteiligungstransparenz in Großbritannien.....	230
3. Beteiligungstransparenz durch die §§ 21 ff. WpHG in Deutschland	232
V. Marktmanipulation.....	235
1. Marktmanipulation in den USA.....	235
2. Regelungen gegen Marktmanipulation in Großbritannien	236
3. Verbot der Kurs- und Marktpreismanipulation durch § 20a WpHG in Deutschland.....	237

4. Kapitel

Rechtsvergleichende Analyse der Grundlagen von Directors' Dealings

240

A. Umfeld und Systematik der Regelung der Directors' Dealings in den untersuchten Rechtsordnungen	240
I. Verankerung der Pflichten bei Directors' Dealings im jeweiligen Normgefüge.....	240
II. Flexibilität der Regelungsansätze.....	241
III. Überschneidungen der Regelungen der Directors' Dealings mit anderen Regelungsbereichen	242
1. Insiderhandel	242
2. Insiderlisten	243
3. Ad-hoc-Publizität.....	243
4. Beteiligungstransparenz	244
5. Marktmanipulation.....	245
6. Fazit.....	245
B. Die Regelungen der Directors' Dealings in den untersuchten Rechts- ordnungen	245
I. Sachlicher Anwendungsbereich	245
1. Erfasste Emittenten	245
2. Erfasste Transaktionen	247
a) Erfasste Wertpapiere	247
b) Erfasste Geschäfte.....	248
c) Ausnahmen.....	248
II. Rechtsfolgen.....	250
1. Sofortige Offenlegungspflichten.....	250

a)	Art und Weise der Mitteilung	250
b)	Zugänglichmachung der Meldungen für Marktteilnehmer.....	252
aa)	Art und Weise der Information des Marktes	252
bb)	Zeitspanne bis zur Kenntniserlangung von Directors' Dealings.....	254
2.	Offenlegungspflichten im Rahmen der Regelpublizität	255
3.	Handelsverbote, Gewinnherausgabe und Genehmigungspflichtigkeit	256
4.	Verhältnis der Offenlegungspflichten zu den sonstigen Pflichten	258
III.	Normzweck	261
IV.	Durchsetzung und Rechtsfolgen bei Verstößen.....	262
1.	Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten	262
2.	Sonstige Rechtsfolgen	264
C.	Fazit und Zusammenstellung der „Lücken“ und Unklarheiten der deutschen Regelung im Vergleich zu den untersuchten Rechtsordnungen	264

2. Teil

Persönlicher Anwendungsbereich der Regelungen bei Directors' Dealings in den USA, Großbritannien, Deutschland und auf europäischer Ebene	267
---	-----

5. Kapitel

Persönlicher Anwendungsbereich der Regelungen bei Directors' Dealings in der Grundkonstellation	267
--	-----

A.	Einleitung.....	267
B.	Persönlicher Anwendungsbereich der Regelungen bei Directors' Dealings in der Grundkonstellation in den USA	268
I.	Verhältnis von Sec. 16(a) SEA zu Sec. 16(b) SEA im Hinblick auf den persönlichen Anwendungsbereich.....	268
II.	Maßgeblich an einer Wertpapiergattung des Emittenten Beteiligte (10 % beneficial owner)	269
1.	Grundlagen der 10 % beneficial ownership	269
2.	Bestimmung der beneficial ownership nach Sec. 13(d) SEA i. V. m. Sec. 16 SEA.....	272
3.	Berechnung der maßgeblichen Beteiligungshöhe von mehr als 10 % (10 % beneficial ownership)	276
a)	Die Wertpapiergattung (class) im Sinne der Sec. 12 i. V. m. Sec. 16 SEA.....	277
b)	Derivative Finanzinstrumente	277
4.	Ausnahmetatbestände im Hinblick auf die 10 % beneficial ownership	279

5. Besonderheiten für trusts im Rahmen der 10 % beneficial ownership	280
a) Der trust als Normadressat der Sec. 16 SEA	280
b) Verwalter (trustee), Besteller (settlor) und Begünstigter (beneficiary) des trust als Normadressaten der Sec. 16 SEA	281
III. Führungskräfte	282
1. Directors	282
a) System der Unternehmensleitung in den USA	282
b) Definition des director im Sinne der Sec. 16 SEA	283
aa) Personen mit einer einem director vergleichbaren Stellung in Kapitalgesellschaften	284
bb) Personen mit einer einem director vergleichbaren Stellung in anderen Gesellschaftsformen	285
cc) Einbeziehung über die Rechtsfigur der „deputization“	285
2. Officers	288
a) Stellung der officers im Kompetenzgefüge der corporation	288
b) Frühere Anknüpfungspunkte für die Bestimmung des Begriffs des officer im Rahmen der Sec. 16 SEA	289
c) Bestimmung der officers nach SEA Rule 16a-1(f)	290
aa) Formale Stellung als Anknüpfungspunkt	290
bb) Kombination aus formaler Stellung und tatsächlichem Einfluss als Anknüpfungspunkt	291
cc) Tatsächliche Einflussmöglichkeit als Anknüpfungspunkt	291
(1) Assistenten und Berater	293
(2) Erfasste Personen, bei trusts und Personenhandelsgesellschaften (partnerships)	294
d) Ergebnis	295
3. Zeitlicher Anwendungsbereich der Sec. 16 SEA auf directors und officers	295
a) Anwendbarkeit der Sec. 16 SEA auf Transaktionen vor Begründung der Insiderstellung	295
b) Anwendbarkeit der Sec. 16 SEA auf Transaktionen bei Begründung der Insiderstellung	296
c) Anwendbarkeit der Sec. 16 SEA nach Ausscheiden aus der Insiderstellung	297
IV. Besondere Ausnahmen hinsichtlich des persönlichen Anwendungsbereichs ..	297
V. Sonderregeln nach Sec. 30(h) ICA	298
C. Persönlicher Anwendungsbereich der Regelungen bei Directors' Dealings in der Grundkonstellation in Großbritannien	299
I. Persönlicher Anwendungsbereich der Directors' Dealings nach dem Companies Act 1985	299
1. Directors	299

a)	De jure directors.....	300
aa)	Executive directors und nonexecutive directors	301
bb)	Corporate directors.....	301
cc)	Alternate directors.....	302
b)	De facto directors.....	302
aa)	Bestimmung der de facto directors.....	303
bb)	Anwendbarkeit der Figur des de facto director auf Sec. 324–329 CA 1985?	305
c)	Shadow directors.....	306
d)	Verhältnis von de facto directors zu shadow directors.....	309
2.	Am Unternehmen Beteiligte	310
a)	Sec. 323–329 CA 1985.....	310
b)	Sec. 198 ff. CA 1985 als Teil der Regelungen bei Directors’ Dealings	311
aa)	Ausgangspunkt für die Einordnung der Sec. 198 ff. CA 1985 als Teil der Regelungen bei Directors’ Dealings.....	311
bb)	Normzweck	312
c)	Ergebnis	313
3.	Fälle, in denen der persönliche Anwendungsbereich der Regelungen der Directors’ Dealings nach dem Companies Act 1985 nicht eröffnet ist	314
II.	Persönlicher Anwendungsbereich sonstiger Regelungen für Directors’ Dealings	314
1.	Disclosure Rules (DR)	315
a)	Directors.....	315
b)	Sonstige Führungskräfte.....	315
2.	Model Code	316
a)	Regelung vor Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie.....	316
b)	Regelungen nach Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie.....	317
c)	Fazit	318
3.	City Code und AIM Rules	318
D.	Persönlicher Anwendungsbereich der Regelungen bei Directors’ Dealings in der Grundkonstellation nach deutschem Recht unter Einfluss der europä- rechtlichen Vorgaben.....	319
I.	Organmitglieder des Emittenten (§ 15a Abs. 2 Var. 2–4 WpHG).....	320
1.	Mitglieder eines Leitungsorgans des Emittenten.....	321
2.	Mitglieder eines Verwaltungsorgans des Emittenten.....	322
3.	Mitglieder eines Aufsichtsorgans des Emittenten.....	323
4.	Fehlerhaft bestellte Organe.....	324
5.	Implikationen für ausländische Gesellschaften	327

6. Ergebnis	327
II. Sonstige Personen mit Führungsaufgaben (§ 15a Abs. 2 Var. 5 WpHG).....	328
1. Ausgangslage vor dem AnSVG	328
2. Grundlagen der Erfassung von Führungskräften nach § 15a Abs. 2 Var. 5 WpHG.....	329
a) Regelmäßiger Zugang zu Insiderinformationen	330
aa) Bezugspunkt der Insiderinformationen.....	330
bb) „Regelmäßiger Zugang“ nach § 15a WpHG im Vergleich zu „bestimmungsgemäßigem Zugang“ nach § 15b WpHG	332
(1) Wortlaut der §§ 15a, 15b WpHG	333
(2) Entstehungsgeschichte der §§ 15a, 15b WpHG	334
(3) Normzweck	336
(4) Ergebnis	339
cc) Anforderungen an den Nachweis der Zugangsmöglichkeit.....	339
dd) Ergebnis	340
b) Ermächtigung zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen ...	340
aa) Rückgriff auf § 5 Abs. 3 Satz 2 Betriebsverfassungsgesetz (BetrVG) zur Bestimmung des § 15a Abs. 2 Var. 5 WpHG?.....	341
bb) Beschränkung des § 15a Abs. 2 Var. 5 WpHG auf Personen, die eine mit Organmitgliedern vergleichbare Hierarchieebene einnehmen?.....	343
(1) Wortlaut und Systematik.....	343
(2) Historisch-teleologische Auslegung des § 15a Abs. 2 Var. 2 WpHG	344
(3) Ergebnis	346
cc) Sachgerechte Fassung des Tatbestandsmerkmals „Ermächtigung zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen“	346
dd) Ergebnis	349
c) Ergebnis	349
3. Einzelfälle	350
a) Insolvenzverwalter	350
b) Externe Dienstleister	350
c) Außerorganschaftliche Gremien.....	351
d) Ausländische Emittenten	351
4. Ergebnis	352
III. Am Kapital des Emittenten beteiligte Personen	353
IV. Zeitlicher Anwendungsbereich des § 15a WpHG	356
V. Fazit.....	357

6. Kapitel

**Persönlicher Anwendungsbereich der Regelungen hinsichtlich
Directors' Dealings bei verbundenen Unternehmen** 358

A.	Einleitung.....	358
B.	Die Regelung des persönlichen Anwendungsbereichs bei Directors' Dealings in verbundenen Unternehmen in den USA	361
I.	Sec. 16 SEA	361
1.	10 % beneficial owners	361
a)	Sec. 16 SEA und die dazu erlassenen rules.....	361
b)	Konzernweite Ausdehnung über Sec. 20(a) SEA?	362
c)	Ergebnis	363
2.	Officers	363
a)	Rechtslage bis zur Reform der rules im Jahre 1991.....	363
b)	Heutige Rechtslage nach SEA Rule 16a-1(f)	364
aa)	Parent und subsidiary im Sinne der Sec. 16 SEA.....	365
bb)	Begriff der Kontrolle (control) im Rahmen des SEA	366
cc)	Von Sec. 16 SEA erfasste Konstellationen	368
3.	Directors.....	369
II.	Sec. 30(h) ICA.....	370
C.	Die Regelung des persönlichen Anwendungsbereichs bei Directors' Dealings in verbundenen Unternehmen in Großbritannien	370
I.	Directors' Dealings bei verbundenen Unternehmen nach dem Companies Act 1985.....	371
1.	Bestimmung der verbundenen Unternehmen bei Directors' Dealings	371
2.	Das group concept im Hinblick auf Sec. 323, 324 CA 1985.....	371
3.	Erfasste Konstellationen der Directors' Dealings bei den Regelungen des Companies Act 1985.....	375
a)	Meldepflichten für directors aller registered companies gemäß Sec. 324 CA 1985	375
aa)	Erfasste Konstellationen.....	375
bb)	Von der Mitteilungspflicht ausgenommene Konstellationen.....	376
cc)	Besonderheiten aufgrund von Gesellschaften als shadow directors.....	377
dd)	Ergebnis	379
b)	Mitteilungspflichten bei börsennotierten Emittenten gemäß Sec. 329 CA 1985	379
c)	Verbot bestimmter Optionsgeschäfte gemäß Sec. 323 CA 1985	381
II.	Besonderheiten bei Directors' Dealings in verbundenen Unternehmen nach sonstigen Regelungen.....	382

1. Disclosure Rules (DR)	382
a) Der Anwendungsbereich nach Listing Rule 16.13 a. F.	382
b) Der Anwendungsbereich nach der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie.....	382
aa) Die Meldung gemäß DR 3.1.4 R (1) (b)	383
bb) Die Meldung gemäß DR 3.1.4 R (1) (a)	384
cc) Fazit	385
2. Model Code	386
a) Regelungen vor Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie	386
b) Regelungen nach Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie.....	386
3. AIM Rules.....	388
D. Die Regelung des persönlichen Anwendungsbereichs bei Directors' Dealings in verbundenen Unternehmen nach deutschem Recht unter Einfluss der europarechtlichen Vorgaben.....	389
I. Die Situation in Deutschland vor der Änderung des § 15a WpHG durch das AnSVG.....	389
1. Deutscher Corporate Governance Kodex (DCGK)	389
2. § 15a WpHG a. F.	390
II. Directors' Dealings bei verbundenen Unternehmen nach § 15a WpHG	393
1. § 15a Abs. 1 Satz 1 i. V. m. Abs. 2 Var. 5 WpHG	393
a) Bezugspunkt des regelmäßigen Zugangs zu Insiderinformationen und der Ermächtigung zu wesentlichen unternehmerischen Entscheidungen.....	394
b) Zugehörigkeit der sonstigen Personen zum Emittenten	395
c) Ergebnis	396
2. § 15a Abs. 1 Satz 2, Abs. 3 Satz 2 WpHG.....	396
3. § 15a Abs. 1 Satz 2, Abs. 3 Satz 3 WpHG.....	396
4. Ergebnis	397
III. Fazit.....	397

7. Kapitel

Persönlicher Anwendungsbereich der Regelungen bei Directors' Dealings unter Einschaltung Dritter

A. Einleitung.....	398
B. Die Regelung des persönlichen Anwendungsbereichs bei Directors' Dealings unter Einschaltung Dritter in den USA.....	398
I. Nahe Angehörige.....	399
II. Trusts.....	401

1.	Grundlagen der Zurechnung des Wertpapierbesitzes von trusts.....	401
2.	Insider ist Verwalter (trustee) des trust.....	402
3.	Insider ist Begünstigter (beneficiary) des trust.....	402
4.	Insider ist Besteller des trust (settlor).....	403
5.	Ergebnis.....	403
III.	Gesellschaften.....	404
1.	Einleitung.....	404
a)	Grundlagen der Zurechnung des Wertpapierbesitzes von Gesellschaften.....	404
b)	Personelle Verflechtungen.....	405
2.	Kapitalgesellschaften (corporations).....	407
a)	Erfassung von Kapitalgesellschaften bis zur Reform der rules 1991 ..	407
b)	Situation nach der Reform der rules ..	408
aa)	Ausnahmeregelung der SEA Rule 16a-1(a)(2)(iii).....	408
bb)	Kontrollierender Gesellschafter (controlling shareholder) und Investitionsmacht (investment control).....	411
c)	Ergebnis.....	412
3.	Personenhandelsgesellschaften (partnerships).....	413
4.	Ergebnis.....	415
IV.	Sec. 30(h) ICA.....	415
C.	Die Regelung des persönlichen Anwendungsbereichs bei Directors' Dealings unter Einschaltung Dritter in Großbritannien.....	415
I.	Einleitung.....	415
II.	Erfassung des Wertpapierbesitzes dritter Personen an Wertpapieren des Emittenten nach dem Companies Act 1985.....	416
1.	Einleitung.....	416
2.	Nahe Angehörige.....	416
a)	Bestimmung der nahen Angehörigen im Rahmen der Sec. 324, 328 CA 1985.....	416
b)	Bestimmung der nahen Angehörigen im Rahmen der Sec. 323, 327 CA 1985.....	418
c)	Bestimmung der nahen Angehörigen im Rahmen von Sec. 234 CA 1985	418
3.	Sonstige natürliche Personen.....	419
4.	Trusts.....	420
5.	Gesellschaften.....	421
6.	Fazit.....	421
III.	Regelungen hinsichtlich des Wertpapierbesitzes dritter Personen und Gesellschaften an Wertpapieren des Emittenten nach den Disclosure Rules (DR).....	422

1. Die Regelungen vor der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie.....	422
2. Das heutige Regelungssystem	423
a) Nahe Angehörige	423
b) Sonstige natürliche Personen	424
c) Trusts	424
d) Gesellschaften.....	425
e) Fazit	426
IV. Fazit zur Umsetzung der Vorgaben der RL 2003/06/EG und RL 2004/72/EG	427
V. Regelungen nach dem Model Code und den AIM Rules	428
D. Die Regelung des persönlichen Anwendungsbereichs bei Directors' Dealings unter Einschaltung Dritter nach deutschem Recht unter Einfluss der europa- rechtlichen Vorgaben.....	429
I. Das System der Erfassung von der Führungskraft nahe stehenden Personen.....	429
II. Nahe Angehörige	430
1. Frühere Regelung zur Erfassung naher Angehöriger eines Organmitglieds	430
2. Erfassung der nahen Angehörigen einer Führungskraft durch § 15a Abs. 1 Satz 2 i. V. m. Abs. 3 Satz 1 WpHG.....	433
a) Ehepartner	434
b) Eingetragene Lebenspartner.....	436
c) Unterhaltsberechtignte Kinder	436
d) Andere Verwandte, die mit der Führungskraft seit mindestens einem Jahr im selben Haushalt leben.....	439
aa) Die erforderliche verwandtschaftliche Nähebeziehung.....	439
(1) Begriff der „Verwandtschaft“ nach § 15a Abs. 3 Satz 1 Var. 4 WpHG i. V. m. § 1589 BGB	440
(2) Begriff der „Familienmitglieder“ im Sinne des Art. 1 Nr. 2 Lit. c) RL 2004/72/EG.....	441
(3) Richtlinienkonforme Auslegung des § 15a Abs. 3 Satz 1 Var. 4 WpHG	443
bb) Die erforderliche tatsächliche Nähebeziehung des Lebens im gemeinsamen Haushalt seit einem Jahr	445
3. Ergebnis	447
III. Wertpapierbesitz dritter juristischer Personen, Gesellschaften und Einrichtungen an Wertpapieren des Emittenten	448
1. Einleitung	448
a) Ausgangslage vor der Reform durch das AnSVG	448
b) System der Regelung nach der Reform des AnSVG.....	449

2. Juristische Personen, bei denen Führungsaufgaben wahrgenommen werden (§ 15a Abs. 3 Satz 2 WpHG)	450
a) Der Wortlaut des § 15a Abs. 3 Satz 2 WpHG	450
b) Teleologische Reduktion des § 15a Abs. 3 Satz 2 WpHG	453
aa) Eigengeschäfte des Emittenten	455
bb) Der Ansatz der BaFin	456
cc) Eigener Ansatz	458
c) Ergebnis	461
3. Verhältnis von § 15a Abs. 3 Satz 3 WpHG zu § 15a Abs. 3 Satz 2 WpHG	461
a) Erweiterung des § 15a Abs. 3 Satz 2 WpHG durch § 15a Abs. 3 Satz 3 WpHG	462
b) § 15a Abs. 3 Satz 3 WpHG als Rechtsgrund- oder Rechtsfolgenverweisung	463
c) Ergebnis hinsichtlich des Verhältnisses von § 15a Abs. 3 Satz 2 und 3 WpHG	464
4. Nach § 15a Abs. 3 Satz 3 WpHG erfasste Konstellationen	465
a) Erfasste Gesellschaften und Einrichtungen	465
b) Personen, die eine enge Beziehung zu juristischen Personen, Gesellschaften und Einrichtungen vermitteln können	466
c) Erforderliche besondere Beziehung zu der juristischen Person, Gesellschaft oder Einrichtung	467
aa) Direkte oder indirekte Kontrolle durch eine Person mit Führungsaufgaben (§ 15a Abs. 3 Satz 3 Var. 1 WpHG)	467
(1) Ausfüllung des Begriffs der Kontrolle in § 15a Abs. 3 Satz 3 Var. 1 WpHG durch § 29 WpÜG?	468
(2) Ausfüllung des Begriffs der Kontrolle in § 15a Abs. 3 Satz 3 Var. 1 WpHG durch § 1 Abs. 8 KWG?	471
(3) Direkte Kontrolle im Sinne des § 15a Abs. 3 Satz 3 Var. 1 WpHG	473
(4) Indirekte Kontrolle im Sinne des § 15a Abs. 3 Satz 3 Var. 1 WpHG	476
(5) Ergebnis	478
bb) Teleologische Reduktion des § 15a Abs. 3 Satz 3 WpHG	478
cc) Gründung zugunsten erfasster Person oder wirtschaftlicher Interessengleichlauf (§ 15a Abs. 3 Satz 3 Var. 2 und Var. 3 WpHG)	479
(1) Auslegung des § 15a Abs. 3 Satz 3 Var. 2 und 3 WpHG sowie des Art. 1 Nr. 2 Lit. d) Var. 3 und 4 RL 2004/72/EG	479
(2) Heranziehung anderer Normen zur Konkretisierung des § 15a Abs. 3 Satz 3 Var. 2 und Var. 3 WpHG	480
(3) Ergebnis	483

5. Fazit.....	483
IV. Aktien des Emittenten werden treuhänderisch für die Führungsperson gehalten.....	484
1. Rechtslage vor Inkrafttreten des AnSVG.....	485
2. Erfassung von Treuhandverhältnissen über § 15a Abs. 3 Satz 2 und Satz 3 WpHG.....	485
a) Juristische Person, Gesellschaft oder Einrichtung fungiert als Treuhänder.....	486
b) Natürliche Person fungiert als Treuhänder.....	487
c) Ergebnis.....	488
3. Erfassung von Treuhandverhältnissen über § 15a Abs. 1 Satz 1 WpHG.....	489
4. Ergebnis.....	491
V. Fazit.....	492

8. Kapitel

Rechtsvergleichende Analyse des persönlichen Anwendungsbereichs der Regelungen der Directors' Dealings 492

A. Anknüpfungspunkte für die Reichweite des persönlichen Anwendungsbereichs...	492
B. Aufgrund ihrer besonderen unmittelbaren Beziehung zum Emittenten erfasste Personen.....	494
I. Erfasster Personenkreis bei Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten.....	494
1. Führungskräfte auf der Ebene von Organmitgliedern des Emittenten.....	494
a) Wirksam bestellte Organmitglieder.....	494
b) Personen, die wie Organmitglieder behandelt werden.....	495
2. Führungskräfte unterhalb der Organebene des Emittenten.....	497
a) Das System der Erfassung sonstiger Führungskräfte.....	497
b) Einzelkriterien für die Erfassung sonstiger Führungskräfte.....	498
aa) Formale Stellung.....	498
bb) Zugang zu Insiderinformationen.....	499
cc) Heranziehung der Insiderlisten zur Bestimmung der Führungskräfte im Sinne der Regelungen der Directors' Dealings.....	499
dd) Einfluss auf unternehmerische Entscheidungsprozesse.....	500
ee) Fazit.....	501
3. Maßgeblich am Emittenten beteiligte Personen.....	501
4. Ausgenommene Personenkreise bei bestimmten Transaktionen.....	503
II. Zeitlicher Anwendungsbereich der Regelungen der Directors' Dealings.....	504
1. Beginn der Pflicht.....	504

2. Ende der Pflicht	504
3. Fazit	504
III. Sonderregelungen bei anderen Rechtsfolgen	505
IV. Fazit und Entwicklungstendenzen	506
C. Erfassung in Konstellationen verbundener Unternehmen	507
I. Das System der Erfassung von Directors' Dealings in Konstellationen verbundener Unternehmen in den einzelnen Rechtsordnungen	508
1. Generelles Regelungssystem	508
2. Art und Weise der Bestimmung der erfassten Personen	508
3. Die Reichweite der Begriffe „Mutterunternehmen“ und „Tochter- unternehmen“ in den einzelnen Rechtsordnungen	510
II. Die erfassten Konstellationen	511
1. Melde- und Veröffentlichungspflichten	512
a) Führungskräfte eines mit dem Emittenten verbundenen Unternehmens führen Transaktion mit Wertpapieren des Emittenten durch (erste Obergruppe)	512
b) Führungskräfte eines den Regelungen der Directors' Dealings unterfallenden Unternehmens führen Transaktionen mit Wert- papieren verbundener Unternehmen durch (zweite Obergruppe)	513
2. Sonstige Rechtsfolgen	515
3. Fazit	516
III. Fazit und Entwicklungstendenzen der Erfassung von Directors' Dealings in Konstellationen bei verbundenen Unternehmen	516
D. Erfassung sonstiger Personen	517
I. Art und Weise der Erfassung von Personen und Gesellschaften in enger Beziehung zu einer Führungskraft des Emittenten	518
II. Einzelne Konstellationen	520
1. Nahe Angehörige einer originär den Pflichten bei Directors' Dealings unterfallenden Person	520
2. Trusts beziehungsweise Treuhandverhältnisse	522
3. Gesellschaften in enger Beziehung	523
a) Personelle Verflechtungen	524
b) Kontrolle über die andere Gesellschaft als Anknüpfungspunkt	525
aa) Art und Weise der Kontrolle	525
bb) Zurechnungsketten	527
cc) Konsequenz der Kontrolle	528
III. Entwicklungstendenzen	529
E. Art und Weise der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie in Großbritannien und Deutschland im Hinblick auf Directors' Dealings	531
F. Fazit und Zusammenstellung der „Lücken“ und Unklarheiten der deutschen Regelung im Vergleich zu den untersuchten Rechtsordnungen	532

3. Teil

**Vorschläge zur sachgerechten Fassung der Directors' Dealings
in Deutschland** 535

9. Kapitel

**Konzept einer sachgerechten Fassung der Directors' Dealings
in Deutschland** 535

A. Möglichkeiten der Anpassung der Directors' Dealings in Deutschland.....535

I. Einschränkung der Regelungen der Directors' Dealings535

II. Ausweitung der Regelungen der Directors' Dealings.....536

1. Ausweitung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten536

2. Einführung anderer Rechtsfolgen als eine Mitteilungs- und
Veröffentlichungspflicht.....537

a) Handelsverbot bei Directors' Dealings (no-trade rule)538

b) Handelsfenster für Directors' Dealings (close periods)540

c) Gewinnherausgabeverpflichtung bei Directors' Dealings
(no profit rule / short swing profit rule)542

d) Fazit547

3. Ausdehnung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten547

a) Ökonomische Aspekte.....547

b) Ausdehnung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht im
Gesamtbild der Vorschriften gegen Marktmissbrauch552

c) Fazit553

III. Ergebnis554

B. Sachgerechte Fassung der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten bei
Directors' Dealings.....554

I. Sachlicher Anwendungsbereich554

1. Erfasste Emittenten554

2. Abschaffung der Bagatellgrenze555

II. Information des Marktes über Directors' Dealings557

1. Vorabveröffentlichungspflicht (pretrading disclosure rule)557

a) Regelungen in den USA, Großbritannien und auf europäischer
Ebene558

b) Vor- und Nachteile der Einführung einer
Vorabveröffentlichungspflicht559

c) Ergebnis562

2. Eingangsberichterstattungspflicht562

3. Verkürzung der Mitteilungspflicht von fünf Tagen auf einen Tag564

4. Veröffentlichung der Beteiligungen im Jahresabschluss.....565

5. Veröffentlichung der Directors' Dealings auf zentraler Plattform.....	566
III. Persönlicher Anwendungsbereich.....	567
1. Am Emittenten beteiligte Personen.....	567
a) Rechtsvergleichende Aspekte.....	567
b) Vergleichbarkeit maßgeblich am Emittenten Beteiligter mit den von § 15a Abs. 2 Var. 5 WpHG erfassten Personen.....	569
aa) Zugangsmöglichkeit wesentlich am Emittenten beteiligter Personen zu Insiderinformationen mit Bezug auf den Emittenten.....	570
bb) Einflussmöglichkeit wesentlich am Emittenten beteiligter Personen auf die Geschicke des Emittenten.....	571
cc) Fazit.....	574
c) Konsequenzen der Einführung einer Meldepflicht nach § 15a WpHG für maßgeblich Beteiligte für §§ 21 ff. WpHG.....	575
d) Ergebnis.....	577
2. Konstellationen der Directors' Dealings bei verbundenen Unter- nehmen.....	577
a) Rechtsvergleichende und ökonomische Argumente für eine Erfassung von Directors' Dealings im Rahmen verbundener Unternehmen.....	578
b) Vergleichbarkeit mit § 15a Abs. 2 WpHG.....	579
aa) Rechtliche Rahmenbedingungen des Informationsflusses im Konzern.....	580
(1) Informationsweitergabe von Konzerntochter an Konzernmutter.....	580
(2) Informationsweitergabe von Konzernmutter an Konzerntochter und zwischen Schwesterunternehmen.....	583
(3) Fazit.....	585
bb) Einflussmöglichkeit.....	585
cc) Ergebnis.....	587
c) Folgerungen für den Umfang der Erfassung von Directors' Dealings bei verbundenen Unternehmen.....	587
aa) Anknüpfungspunkt in § 15a WpHG für die Erfassung.....	587
bb) Bestimmung der zu erfassenden Konstellationen.....	589
(1) Transaktion wird durch Organmitglied eines Mutter- unternehmens durchgeführt (Konstellation 1).....	590
(2) Transaktion wird durch sonstige Führungspersonen eines Mutterunternehmens oder Führungspersonen eines sonstigen verbundenen Unternehmens durchgeführt (Konstellationen 2 und 3).....	591
cc) Fazit.....	592
d) Ergebnis.....	593

3.	Erfassung der Transaktionen mit Wertpapieren des Emittenten durch Personen in enger Beziehung zu einer Führungskraft des Emittenten (§ 15a Abs. 3 WpHG)	593
a)	Eigene Pflicht zur Mitteilung für Personen in enger Beziehung?	593
b)	Nahe Angehörige der Führungsperson (§ 15a Abs. 3 Satz 1 WpHG)	597
aa)	Kreis der Personen, die per se von § 15a Abs. 3 Satz 1 WpHG erfasst werden sollten	600
(1)	§ 15a Abs. 3 Satz 1 Var. 1 und 2 WpHG	601
(2)	§ 15a Abs. 3 Satz 1 Var. 3 WpHG	601
bb)	Kreis der Personen, die nur dann von § 15a Abs. 3 Satz 1 WpHG erfasst werden, wenn sie mit der Führungskraft im selben Haushalt leben	603
(1)	Beziehung der im selben Haushalt lebenden Person zur Führungsperson	604
(2)	Dauer des Zusammenlebens im selben Haushalt	607
cc)	Ergebnis	608
c)	Sonstige Personen, Gesellschaften oder Einrichtungen in enger Beziehung zu einer Führungsperson des Emittenten (§ 15a Abs. 3 Satz 2 und 3 WpHG)	609
aa)	Personelle Verflechtungen (§ 15a Abs. 3 Satz 2 WpHG)	609
bb)	Kontrollierte Unternehmen (§ 15a Abs. 3 Satz 3 Var. 1 WpHG)	610
cc)	Treuhandverhältnisse	611
4.	Zeitliche Ausdehnung der Meldepflichten	611
a)	Meldepflichten nach Aufgabe der besonderen Position beim Emittenten	611
b)	Meldepflichten hinsichtlich Transaktionen vor Einnahme der besonderen Position beim Emittenten	613
c)	Ergebnis	613
IV.	Rechtsfolgen bei Verstoß gegen § 15a WpHG	613
1.	Erhöhung des Bußgeldrahmens	614
2.	Veröffentlichung von nicht ordnungsgemäßen Mitteilungen	615
a)	Veröffentlichung von nicht ordnungsgemäßen Mitteilungen nach § 15a WpHG im Rahmen der Regelpublizität	615
b)	Veröffentlichung von nicht ordnungsgemäßen Mitteilungen und Veröffentlichungen nach § 15a WpHG durch die BaFin	618
3.	Sonstige Regelungsansätze bei einem Verstoß gegen die Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten des § 15a WpHG	620
a)	Gewinnherausgabeverpflichtung	620
b)	Rechtsverlust entsprechend den §§ 28 WpHG, 59 WpÜG	621
4.	Ergebnis	622

10. Kapitel

Thesen der Arbeit	622
A. Allgemeines	622
B. Sachlicher Anwendungsbereich des § 15a WpHG und Information des Marktes über Directors' Dealings	623
C. Persönlicher Anwendungsbereich des § 15a WpHG	624
D. Rechtsfolgen bei Verstoß gegen § 15a WpHG.....	625
Literaturverzeichnis	627
Sachwortverzeichnis	651

Abkürzungsverzeichnis

2nd Cir.	United States Courts of Appeals, Second Circuit
3rd Cir.	United States Courts of Appeals, Third Circuit
4. FMFG	Viertes Finanzmarktförderungsgesetz
4th Cir.	United States Courts of Appeals, Fourth Circuit
5th Cir.	United States Courts of Appeals, Fifth Circuit
7th Cir.	United States Courts of Appeals, Seventh Circuit
8th Cir.	United States Courts of Appeals, Eighth Circuit
9th Cir.	United States Courts of Appeals, Ninth Circuit
a. E.	am Ende
a. F.	alte Fassung
ABA	American Bar Association
ABl. EU	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs.	Absatz
AcP	Archiv für die civilistische Praxis
aff'd	affirmed
AG	Aktiengesellschaft
AIM	The Alternative Investment Market
AktG	Aktiengesetz
ALI	American Law Institute
All ER	All England Law Reports
Alt.	Alternative
Am Jur	American Jurisprudence Database, Second Edition
Anm.	Anmerkung
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
AO	Abgabenordnung

Ariz. L. Rev.	Arizona Law Review
ASTG	Gesetz über die Besteuerung bei Auslandsbeziehungen – Außensteuergesetz
Aufl.	Aufl.
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BB	Betriebs-Berater
BCC	British Company Law Cases
BCLC	Butterworth's Company Law Cases
Bd.	Band
BDI	Bundesverband der Deutschen Industrie e.V.
BetrVG	Betriebsverfassungsgesetz
BFH BStBl	Entscheidungen des Bundesfinanzhofs, abgedruckt im Bundessteuerblatt Teil II
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BörseG	Österreichisches Börsegesetz 1989
BörsG	Börsengesetz
BrDrs.	Drucksachen des Deutschen Bundesrats
BtDrs.	Drucksachen des Deutschen Bundestags
BuW	Betrieb und Wirtschaft
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
bzw.	beziehungsweise
C.D. Cal.	United States District Court, Central District of California
C.F.R.	Code of Federal Regulation
CA	Companies Act 1985
ca.	circa
CCH	Commerce Clearing House Inc.
CESR	Ausschuss der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (Committee of European Securities Regulators)
Ch.	Chancery
Cir.	Circuit
CJA	Criminal Justice Act 1993

Cong.	Congress
Corp.	Corporation
D.C. Cir.	United States Court of Appeals, District of Columbia Circuit
DAI	Deutsches Aktieninstitut e.V.
DAV	Deutscher Anwaltverein e.V.
DB	Der Betrieb
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
DD	Directors' Dealings
DIRK	Deutscher Investor Relations Kreis e.V.
DR	FSA Handbook Disclosure Rule
DStR	Deutsches Steuerrecht
DTI	Departement of Trade and Industry
E.D.Pa.	United States District Court, Eastern District of Pennsylvania
E.D.Wis.	United States District Court, Eastern District of Wisconsin
EGBGB	Einführungsgesetz zum Bürgerlichen Gesetzbuch
EGV	Vertrag zur Gründung der Europäischen Gemeinschaft
ENF	FSA Handbook Enforcement
ESC	Europäischer Wertpapierausschuss (European Securities Committee – ESC)
EuG	Europäisches Gericht erster Instanz
EuGH	Gerichtshof der Europäischen Gemeinschaften
EWiR	Entscheidungen zum Wirtschaftsrecht
f.	folgende
F.	Federal Reporter
F. Supp.	Federal Supplement
F. Supp. 2d	Federal Supplement, Second Series
F.2d	Federal Reporter, Second Series
F.3d	Federal Reporter, Third Series
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
Fed. Secu. L. Rep.	Federal Securities Law Reporter (CCH)
FESCO	Forum of European Securities Commissions

ff.	fortfolgende
Fn.	Fußnote
FS	Festschrift
FSA	Financial Services Authority
FSMA	Financial Services and Market Act 20002
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
GWB	Gesetz gegen Wettbewerbsbeschränkungen
H.R.	House of Representatives
Halbs.	Halbsatz
Harv.	Harvard
Harv. J. on Legis	Harvard Journal on Legislation
HLJ	Hastings Law Journal
Hrsg.	Herausgeber
i. V. m.	in Verbindung mit
IA	Insolvency Act 1986
ICA	Investment Company Act von 1940
Inc.	Incorporated
InsO	Insolvenzordnung
Intern. Fin & Econ Law	Essays in International Financial & Economic Law
ISIN	International Securities Identification Number
J	Judge
J. Fin	Journal of Finance
J. Fin. Econ	Journal of Financial Economics
K.B.	Kings Bench
Kap.	Kapitel
KapInHaG	Kapitalmarktinformationshaftungsgesetz
KTS	Zeitschrift für Insolvenzrecht
KWG	Kreditwesengesetz
L. Ed.2d	United States Supreme Court Reports, Lawyers' Edition, Second Series

L. Rev.	Law Review
LC	Law Commission of England and Wales
Listing Rules	Listing Rules der FSA
Lit.	Litera
LJ	Lord Justice
LLC	Limited Liability Corporation
LordC	Lord Chancellor
LPartG	Lebenspartnerschaftsgesetz
LR	FSA Handbook Listing Rule
LSE	The London Stock Exchange
Ltd.	Limited
m. w. N.	mit weiteren Nachweisen
M.D.La.	United States District Court, Middle District of Louisiana
MaKonV	Verordnung zur Konkretisierung des Verbotes der Marktmanipulation
Mich. L. Rev.	Michigan Law Review
MitbestG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer (Mitbestimmungsgesetz – MitbestG)
MM-RL	Marktmissbrauchsrichtlinie
Model Code	Der Model Code, Appendix zu Chapter 9 der Listing Rules des Financial Services Authority Handbook
Montan-MitbestG	Gesetz über die Mitbestimmung der Arbeitnehmer in den Aufsichtsräten und Vorständen der Unternehmen des Bergbaus und der Eisen und Stahl erzeugenden Industrie
N.D.Ill.	United States District Court, Northern District of Illinois
N.D. Tex.	United States District Court, Northern District of Texas
n. F.	neue Fassung
N.Y.	New York
NACD	National Association of Corporate Directors
NASD	National Association of Securities Dealers
NASDAQ	National Association of Securities Dealers Automated Quotations System
NJW	Neue Juristische Wochenschrift

No.	Number
NYSE	New York Stock Exchange
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
OHNULR	Ohio Northern University Law Review
PR	FSA Handbook Prospectus Rule
PUHCA	Public Utility Holding Company Act von 1935
QB	Queen's Bench
QBD	Queen's Bench Division
QC.	Queen's Counsel
RegE	Regierungsentwurf
Rep.	Report
RIE	Recognised Investment Exchange
RIS	Regulatory Information Service
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RL	Richtlinie der Europäischen Gemeinschaft
Rn.	Randnummer
Rs.	Rechtssache
S.	Seite
S. Cal. L. Rev.	Southern California Law Review
S. Ct.	West's Supreme Court Reporter
S.D.N.Y.	United States District Court, Southern District of New York
SA	Securities Act von 1933
Schedule	Companies Act 1985 Schedule
SchIA	Schlussanträge
SE	Europäische Gesellschaft
SEA	Securities Exchange Act 1934
SEA Release	Release der SEC auf Grundlage des Securities Exchange Acts 1934
SEC	Securities and Exchange Commission
Sec.	Section bzw. Sections
SEEG	Gesetz zu Einführung der Europäischen Gesellschaft

Sen.	Senate
Sess.	Session
SI	Statutory Instruments
Slg.	Sammlung der Rechtsprechung des EuGH und des EuG
SLR	Stanford Law Review
SOA	Sarbanes-Oxley Act of 2002
U.S.	United States (Supreme Court) Reports
U.S.C.	United States Code
U.S. Sup. Ct.	United States Supreme Court
u. s. w.	und so weiter
UKLA	United Kingdom Listing Authority
V.-C	Vice-Chancellor
Var.	Variante
vgl.	vergleiche
Vol.	Volume
VorstOG	Vorstandsvergütungs-Offenlegungsgesetz
wbl	Wirtschaftsrechtliche Blätter – Zeitschrift für österreichisches und europäisches Wirtschaftsrecht
Wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Wertpapiermitteilungen – Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpAIV	Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflichten zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz vom 13.12.2004
WpHG	Gesetz über den Wertpapierhandel (Wertpapierhandelsgesetz)
WpÜG	Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz
z. B.	zum Beispiel
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrecht

ZKA	Zentraler Kreditausschuss
ZvglRWiss	Zeitschrift für vergleichende Rechtswissenschaft: Archiv für internationales Wirtschaftsrecht

1. Teil

Grundlagen der Regelungen bei Directors' Dealings in den USA, Großbritannien und Deutschland sowie auf europäischer Ebene

1. Kapitel

Einleitung

A. Ausgangspunkt und Gegenstand der Untersuchung

I. Besondere Informationsvorteile bestimmter Personengruppen im Hinblick auf kursensible Daten

Führungskräfte eines Unternehmens sind die primären Produzenten betrieblicher Informationen. Mithilfe der heutigen Informationstechnologie ist es für sie möglich, per „Mausklick“ fast jede Information über ihr Unternehmen in Sekundenschnelle zu erhalten. Zudem kennen sie aufgrund ihrer Tätigkeit „ihr“ Unternehmen besser als jeder Außenstehende. Infolge dessen verfügen sie über einen ständigen Informationsvorsprung vor den Marktteilnehmern, die eine entsprechende Nähebeziehung zum Emittenten nicht aufweisen. Dies befähigt sie, eine Vielzahl von Faktoren zu vernetzen, auf die ein Außenstehender nicht zugreifen kann und aus der sich der Erfolg oder Misserfolg des Unternehmens ergeben kann. Deshalb ist der Handel dieser Führungskräfte mit Wertpapieren „ihres“ Unternehmens Gegenstand besonderer Aufmerksamkeit. Gerade im Wertpapierhandel kommt Informationen, die nur einem kleinen Kreis bekannt sind, eine besondere Bedeutung zu.

Je nach Rechtsordnung werden in diese Personengruppe auch Personen einbezogen, die in einer besonderen Beziehung zu den Führungskräften eines Unternehmens stehen zum Beispiel durch Verwandtschaft, oder die aufgrund einer entsprechenden Beteiligung am Kapital des Unternehmens über verbesserte Informationsmöglichkeiten verfügen. Aber auch andere Personengruppen können durch ihre besondere Stellung zu einem Unternehmen an Informationen gelangen, die Außenstehenden verwehrt bleiben. Neben den Führungskräften eines Unternehmens können auch die Berater des Unternehmens wie z. B. Wirt-

schaftsprüfer und Anwälte, aber auch Wertpapierdienstleister und deren Mitarbeiter sowie Finanzanalysten über besondere Informationen hinsichtlich des Emittenten verfügen. Diese Personen sind jedoch klar von den zuvor Angesprochenen zu trennen, da sie außerhalb des Unternehmens stehen und sich auch in der Regel nicht wie z. B. Verwandte in einem besonderen Näheverhältnis zu einer Führungskraft des Emittenten befinden. Auch im internationalen Vergleich wird eine solche Unterscheidung getroffen. Deshalb sollen Transaktionen der Berater eines Unternehmens und von Finanzanalysten in dieser Arbeit nicht behandelt werden.¹

II. Begriff der „Directors' Dealings“

Im angloamerikanischen Rechtsraum hat sich für Transaktionen von Führungskräften eines Unternehmens und diesen nahe stehenden Personen mit Wertpapieren „ihres“ Unternehmens die Alliteration „Directors' Dealings“ herausgebildet.² Auch der im deutschen Sprachraum häufig verwendete Ausdruck der „Eigengeschäfte von Führungskräften“ enthält keine Präzisierung, handelt es sich doch mehr oder weniger um eine bloße Übersetzung des englischen Begriffs. Deshalb soll hier, vor dem Kontext des US-amerikanischen und britischen Rechts, der Begriff der Directors' Dealings (DD) verwendet werden.

Weder im angloamerikanischen noch im europäischen oder deutschen Rechtsraum ist dieser Begriff scharf umrissen. Wie noch gezeigt werden wird, ist der Begriff der DD im angloamerikanischen Rechtsraum eher weit zu verstehen,³ während er nach deutschem und europäischem Recht eine engere Bedeutung erhält.⁴

¹ Diesbezügliche Regelungen finden sich z. B. in § 33 Abs. 1 Nr. 2 WpHG und § 25a Abs. 1 Nr. 2 KWG. Für Finanzanalysten sei auf den neugefassten § 34b WpHG verwiesen. Siehe dazu auch: *Spindler*, NJW 2004, 3449, 3453–3454; *Spindler/Christoph*, BB 2004, 2197, 2202.

² Die Ursprünge dieses Begriffs finden sich zum Beispiel im Teil 5 des britischen Criminal Justice Act 1993, wo der Begriff *insider dealing* verwendet wird. Teilweise wird im angloamerikanischen Rechtsraum auch stattdessen der Begriff *directors' trading* benutzt. Im Rahmen der MM-RL wird der Begriff „*managers' transactions*“ verwendet. Außerdem wird manchmal auch einfach von *Insider Trading* oder *Insider Dealing* gesprochen, selbst wenn im Einzelfall gar kein Insidergeschäft vorliegt. Da es sich aufgrund der Alliteration um eine eingängigere Formulierung handelt, wird in jüngerer Zeit vor allem im europäischen Rechtsraum der Begriff „Directors' Dealings“ verwendet.

³ Siehe unten: 2. Kapitel A. (S. 78 ff.).

⁴ Siehe unten: 2. Kapitel B. (S. 119 ff.).

Nach allen untersuchten Rechtsordnungen geht der Begriff der DD im persönlichen Anwendungsbereich jedoch über die Erfassung von Führungskräften beziehungsweise Organmitgliedern des Emittenten hinaus. Auch zeigt gerade die Erfassung von nahen Angehörigen, wie sie nach dem deutschen und europäischen Recht erfolgt,⁵ dass nicht auf das Kriterium der Stellung in der Unternehmenshierarchie zur Konkretisierung des Begriffs der DD abgestellt werden kann, wie es die Terminologie unter Umständen erwarten ließe.

Deswegen soll für diese Arbeit unter dem Begriff DD folgendes verstanden werden:

Directors' Dealings liegen vor, wenn Personen, die aufgrund einer besonderen Beziehung zu einem Emittenten und der damit zumindest abstrakt verbundenen Möglichkeit von Informationsvorteilen gegenüber dem Markt, Geschäfte mit Wertpapieren des Emittenten tätigen, auch wenn sie im konkreten Fall von ihren Informationsvorteilen keinen Gebrauch machen. Für eine solche besondere Beziehung ist allein der Umstand, dass es sich bei diesen Personen um außenstehende Berater⁶ des Unternehmens oder Wertpapierdienstleister handelt, nicht ausreichend.

Dabei soll durch diese Arbeit aufgezeigt werden, wie die untersuchten Rechtsordnungen die „besondere Beziehung“ zum Emittenten definieren und wie dieser Begriff für das deutsche Recht näher ausgestaltet wird.

III. Relevanz der Mitteilungen der Directors' Dealings

Seit der gesetzlichen Einführung der Mitteilungspflicht für DD in Deutschland im Juli 2002 sind bis Ende 2004 insgesamt 5.770 Transaktionen der BaFin mitgeteilt worden.⁷ Dabei ist die Tendenz stark steigend.⁸ Das Gesamtvolumen dieser Transaktionen beläuft sich allein für die Transaktionen bis Ende 2003 auf ca. 1,7 Milliarden Euro.⁹ Dies macht deutlich, dass es sich hierbei um nicht zu unterschätzende Transaktionsvolumina handelt. Deshalb wurde die Meldepflicht für DD in § 15a WpHG von Beginn an von der Presse aufgegriffen und aufmerksam beobachtet.¹⁰ Verkauften Führungskräfte eines Unternehmens

⁵ Vgl. dazu unten: 7. Kapitel D. II. (S. 430 ff.).

⁶ Wie z. B. Anwälte, Steuerberater oder Investmentbanken, solange sie nicht aufgrund sonstiger Umstände eine besondere Beziehung zum Emittenten haben.

⁷ BaFin, Jahresbericht 2004, S. 198.

⁸ So wurden von Juli bis Dezember 2002 insgesamt 1067 Transaktionen gemeldet, im Jahre 2003 wurden 1980 Transaktionen gemeldet und im Jahre 2004 insgesamt 2727 Transaktionen. Siehe dazu: BaFin, Jahresbericht 2004, S. 198.

⁹ Rau, Directors' Dealings, S. 179 mit einer genauen Aufschlüsselung.

¹⁰ Vgl. nur: „Insider haben ein gutes Gespür für die Entwicklung von Aktienkursen“, FAZ.NET vom 3. Februar 2005; „Investieren wie die Insider“, FAZ vom 21. September