

Berichte aus der Rechtswissenschaft

Fabian Hannich

**MITTEILUNG UND VERÖFFENTLICHUNG
DER GESCHÄFTE VON FÜHRUNGSKRÄFTEN MIT
AKTIEN DES "EIGENEN" UNTERNEHMENS GEMÄß
§ 15a WpHG**

Eine juristische Analyse der Directors' Dealings in Deutschland
im Rechtsvergleich zur US-amerikanischen Sec. 16 Securities
Exchange Act

D30 (Diss. Universität Frankfurt am Main)

Shaker Verlag
Aachen 2014

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.

Zugl.: Frankfurt am Main, Univ., Diss., 2014

Copyright Shaker Verlag 2014

Alle Rechte, auch das des auszugsweisen Nachdruckes, der auszugsweisen oder vollständigen Wiedergabe, der Speicherung in Datenverarbeitungsanlagen und der Übersetzung, vorbehalten.

Printed in Germany.

ISBN 978-3-8440-2720-4

ISSN 0945-098X

Shaker Verlag GmbH • Postfach 101818 • 52018 Aachen

Telefon: 02407 / 95 96 - 0 • Telefax: 02407 / 95 96 - 9

Internet: www.shaker.de • E-Mail: info@shaker.de

Die Pflicht zur Mitteilung und Veröffentlichung der Geschäfte von Führungskräften mit Aktien des "eigenen" Unternehmens gemäß § 15a WpHG - sog. Directors' Dealings - erregt nicht nur unter den Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern ein erhebliches Interesse.

Daher untersucht die vorliegende Arbeit, ob die Regelung der Directors' Dealings de lege lata geeignet ist, das Vertrauen in den innerhalb kürzester Zeit aufgrund mehrere Krisen wiederholt erschütterten Kapitalmarkt wiederherzustellen, zur gewünschten Stärkung des Marktes sowie der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Deutschland beizutragen und somit der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu dienen. § 15a WpHG hat nämlich sowohl in der Wissenschaft als auch bei den Marktteilnehmern Unklarheiten zurückgelassen. Aufgrund der Internationalisierung der Kapitalmärkte und der dadurch wachsenden Bedeutung des US-amerikanischen Kapitalmarktrechtes - dieser Markt ist der weltweit wichtigste seiner Art -, wird in der Arbeit auch rechtsvergleichend auf die Pate stehende Sec. 16 Securities Exchange Act zurückgegriffen. Hierauf verweisen sowohl die nationale Begründung des Regierungsentwurfes zur Einführung von § 15a WpHG wie auch die gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben zur Implementierung einer Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht von Directors' Dealings in der EU. Sec. 16 Securities Exchange Act statuiert ebenfalls eine Verpflichtung der Mitglieder der Unternehmensleitung und von bestimmten Anteilseignern zur Offenlegung von Transaktionen mit Wertpapieren der eigenen Gesellschaft. Eine Untersuchung zum Thema Directors' Dealings wäre unvollständig, ohne eine Betrachtung der Empirie der Mitteilung und Veröffentlichung von Eigengeschäften gemäß § 15a WpHG aber auch der rechtspolitischen Erwägungen einer solchen Regelung.

Die rechtliche, empirische sowie rechtspolitische Auseinandersetzung in dieser Arbeit zeigt, dass die Directors' Dealings-Vorschrift nach § 15a WpHG ein erforderliches und notwendiges Instrumentarium im System des deutschen Kapitalmarktrechts darstellt. Mit der Mitteilungs- und Veröffentlichungspflicht wurde eine Regelung geschaffen, die der dualistischen Zielkonzeption des deutschen Kapitalmarktrechts, dem Funktions- und Anlegerschutz, gerecht wird, indem sie den Insiderhandel unterbindet, ohne den Anteilsbesitz von Führungskräften zu schwächen, und den Markt über Geschäfte von Personen informiert, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben. Bestätigt wird dies insbesondere durch die empirische Analyse der Transaktionen, wonach sie zumindest in ihrer Gesamtschau eine Indikation über die weiteren Unternehmensaussichten geben. Das § 15a WpHG der dualistischen Zielkonzeption dient, zeigt aber auch die Tatsache, dass die Marktteilnehmer davon ausgehen, dass es sich bei der Veröffentlichung der Geschäfte um gewichtige Informationen handelt, weil die Mitteilungspflichtigen "ihr" Unternehmen besser kennen. Auch weisen die wenigen offenen Punkte darauf hin, dass es sich bei § 15a WpHG einerseits bereits um eine sehr ausgewogene Bestimmung handelt, andererseits aber trotz oder gerade wegen ihres noch jungen Alters im Vergleich zu Sec. 16 Securities Exchange Act Anpassungsbedarf besteht. Dies liegt insbesondere daran, dass die Regelung innerhalb kürzester Zeit durch die europäischen Vorgaben wesentlich geändert wurde. Aufgrund der Harmonisierungsbemühungen des europäischen Gesetzgebers zur Schaffung eines echten Binnenmarktes ist davon auszugehen, dass § 15a WpHG wohl auch zukünftig nicht ohne Ergänzungen auskommen wird. Schließlich offenbart der Rechtsvergleich, dass § 15a WpHG und Sec. 16 Securities Exchange Act nur sehr eingeschränkt vergleichbar sind. Die US-Vorschrift regelt den Insiderhandel, wobei sie ihn nicht untersagt, sondern lediglich einen Anspruch auf Gewinnabschöpfung einräumt, da sie im Unterschied zum deutschen Kapitalmarktrecht annimmt, dass zwischen Insiderinformationen und Informationen eines gut informierten Anlegers kaum zu trennen ist. Darüber hinaus wird der Insiderhandel in den USA nur durch ein allgemeines Marktmanipulationsverbot flankiert. In Deutschland sind Insidergeschäfte nach § 14 WpHG dagegen verboten, so dass die Directors' Dealings keinesfalls erlaubte Insidertransaktionen darstellen.