

Thomas Jutzi

Die Offenlegung von Management-Transaktionen

Stand der schweizerischen Regelung im internationalen Kontext

Für die an der SWX kotierten Unternehmen besteht seit dem 1. Juli 2005 die Pflicht, Transaktionen in Bezug auf Beteiligungsrechte des Emittenten, welche Angehörige von dessen Management durchführen, der SWX anzuzeigen. In einem ersten Schritt wird die Bedeutung dieser spezifischen Offenlegungspflicht im Zusammenhang sonstiger Ad-hoc-Publizitätspflichten sowie im weiteren Kontext von Corporate Governance erörtert; anschliessend werden Geltungsgrund und normative Reichweite der schweizerischen Regelung vor dem Hintergrund vergleichbarer Regelungen im europäischen Ausland und in den USA analysiert. Abschliessend wird kritisch hinterfragt, ob sich die Verpflichtung zur Offenlegung von Directors' Dealings tatsächlich durch die Signal- oder Indikatorfunktion rechtfertigen lässt.

Rechtsgebiet(e): Wirtschafts- und Wirtschaftsverwaltungsrecht

Zitiervorschlag: Thomas Jutzi, Die Offenlegung von Management-Transaktionen, in: Jusletter 17. März 2008

Inhaltsübersicht

- I. Die Offenlegung von Management-Transaktionen in der Schweiz
 - A. Regulatorische Grundlagen
 - B. Transparenz- und Offenlegungspflichten als integraler Bestandteil von Corporate Governance
- II. Vergleichbare Transparenzgebote anderer Rechtsordnungen
 - A. Pflicht zur Beachtung ausländischer Regelungen?
 - B. Die gemeinschaftlichen Vorgaben für die Mitgliedstaaten der EU
 - C. Zusammenspiel von Gesetzesrecht und Soft Law im deutschen Recht
 - D. Vom Gesellschafts- zum Kapitalmarktrecht in England
 - E. Besonderheiten der US-amerikanischen Offenlegungspflichten
 - F. Zielsetzungen der schweizerischen Regelung im internationalen Vergleich
- III. Probleme der Offenlegungspflicht im Allgemeinen und der schweizerischen Regelung im Besonderen
 - A. Kritik an der vermeintlichen Indikatorfunktion von Directors' Dealings
 - B. Das Problem des Schwellenwertes von CHF 100'000
 - C. Die Kritik von Andreas Bohrer an der Erweiterung der Veröffentlichungspflichten börsenkotierter Unternehmen
 - D. Abschliessende Stellungnahme: Revisionsfähigkeit und -bedürftigkeit der schweizerischen Regelung
- IV. Ausgewählte Literaturhinweise

I. Die Offenlegung von Management-Transaktionen in der Schweiz

A. Regulatorische Grundlagen

[Rz 1] Der Begriff der Management-Transaktion, die auch als *Directors' Dealings*¹ oder *Eigengeschäfte*² bezeichnet werden, umfasst grundsätzlich all diejenigen Transaktionen der Spitzenorgane, welche die Publikumsgesellschaft betreffen, für die sie tätig sind und die – in Abgrenzung zum Insiderhandel – legitim sind und sich nicht auf die Kenntnis einer vertraulichen kursrelevanten Tatsache bzw. einer Insiderinformation im Sinne von Art. 161 Abs. 1 und 3 StGB stützen³.

[Rz 2] In der Schweiz wird die Offenlegung von solchen Management-Transaktionen einzig durch die SWX Swiss Exchange (Schweizer Börse) geregelt⁴: Der am 1. Juli 2005 in Kraft getretene Art. 74a des *Kotierungsreglements (KR)* der SWX Swiss Exchange⁵ statuiert die Pflicht aller Emittenten,

die an der SWX kotiert sind⁶ und ihren Gesellschaftssitz in der Schweiz haben⁷, dafür zu sorgen, dass seine Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung⁸ diesem zeitnah Transaktionen an den Beteiligungsrechten des Unternehmens kommunizieren⁹. Den Emittenten trifft zudem die Pflicht der inhaltlich korrekten und rechtzeitigen Übermittlung der Information an die SWX¹⁰. Der sachliche Anwendungsbereich der Meldepflicht wird durch die *Richtlinie betreffend Offenlegung von Management-Transaktionen (RLMT)* spezifiziert¹¹. Erwerbs- und Veräusserungstatbestände, welche unter anderem Beteiligungsrechte unterschiedlicher Art, Wandel- und Erwerbsrechte, Anleihen mit einer Rückzahlungsmöglichkeit in Beteiligungsrechten betreffen, fallen in den Anwendungsbereich der Vorschrift¹²; ebenso lösen Transaktionen in Optionen sowie in Finanzinstrumenten jeder Art, deren Preis massgeblich von den Beteiligungs-, Wandel-, Erwerbs-, Bezugs- oder Veräusserungsrechten oder anderen Rechten des Emittenten abhängen oder bestimmt werden, die Meldepflicht aus¹³. Generell ausgenommen sind die Transaktionen, die, sei es auf allgemeiner arbeitsrechtlicher Grundlage, sei es in Erfüllung der Vergütungspflicht des Unternehmens, erfolgen und keine Entscheidung des Mana-

¹ Im angloamerikanischen Rechtsraum wird stattdessen teilweise auch der Begriff *directors' trading* benutzt.

² Vgl. Art. 6 Abs. 4 der deutschen Sprachfassung der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie.

³ BÜHLER, Offenlegung, 500; teilweise anders CLAUDIA GABRIEL-SCHNEIDER, Viele «Insider-Verkäufe – Positive Bilanz der SWX zur Offenlegung von Management-Transaktionen, NZZ Nr. 192 vom 19. August 2005, 27.

⁴ Die zweite schweizerische Börse, die BX Berne eXchange, hat auf die Einführung einer Meldepflicht von Management-Transaktionen für Emittenten verzichtet.

⁵ Die Zulassungsstelle der SWX Swiss Exchange hat an ihrer Sitzung vom 20. Oktober 2003 eine Regelung zur Offenlegung von Management-Transaktionen verabschiedet. Die Regelung setzte eine Anpassung der Art. 74a und 81 (sanktionswürdiges Verhalten) des Kotierungsreglements voraus, welche nach Artikel 4 des Börsengesetzes (BEHG) der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) zur Genehmigung zu unterbreiten ist. Die EBK hat die Revision des Kotierungsreglements (KR) anlässlich ihrer Sitzung

vom 19. August 2004 genehmigt. Die Inkraftsetzung erfolgte auf den 1. Juli 2005. Siehe dazu die Pressemitteilung der SWX Swiss Exchange vom 5.10.2004; im Internet: www.swx.com/media_releases/online/media20041005_de.pdf sowie die revidierten Bestimmungen des KR: www.swx.com/download/admission/regulation/rules/rev_74a_81_de.pdf.

⁶ Art. 74a KR findet auch dann Anwendung, wenn die Emittenten noch an anderen Börsenplätzen sekundär kotiert sind, die keine derartige Offenlegungspflicht kennen, also auch z.B. dann, wenn Gesellschaften sekundär an der Berne eXchange kotiert sind.

⁷ Kollisionsrechtlich sieht aber RLMT Rz. 2 vor, dass für Gesellschaften, die an der SWX zwar Beteiligungsrechte kotiert, jedoch ihren Sitz nicht in der Schweiz haben, die Bestimmungen der SWX zur Offenlegung von Management-Transaktionen nur dann nicht zur Anwendung gelangen sollen, wenn die Gesellschaft zusätzlich an einer Börse im Heimatstaat kotiert ist. Grundlegend dazu: SWX, Kommentar, Rz. 2 N 1-11.

⁸ Obschon auch ausserhalb des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung weitere Personen mit Führungsaufgaben betreut werden können und somit auch über Insider-Wissen verfügen können, wurde aufgrund der Rechtssicherheit bewusst der Kreis der meldepflichtigen Personen nicht weiter gefasst. Ausführlich zu den meldepflichtigen Personen: SWX, Kommentar, Rz. 3 N 1-9.

⁹ Art. 74a Abs. 1 KR; ausführlich dazu: PETER BÖCKLI/CHRISTOPH BÜHLER, Vorkommnisse an Grossaktionäre: Möglichkeiten und Grenzen nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, SZW 3/2005, 101, 104; ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER FORSTMOSER PETER, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 10. A., Bern 2007, § 8 N 91.

¹⁰ Art. 74a Abs. 3 und 4 KR; GASSER/FARRÈR, Management-Transaktionen, 766.

¹¹ In Kraft seit dem 1. Juli 2005; im Internet: (i) Richtlinie sowie (ii) Kommentar der SWX zur Richtlinie.

¹² RLMT Rz. 8-16; ausführlich zum Gegenstand der Meldepflicht: SWX, Kommentar, Rz. 8 N 1, Rz. 10 N 1, Rz. 11 N 1 und 2, Rz. 12 N 1, 2 und 3, Rz. 13 N 1 und 2, Rz. 14 N 1, 2 und 3, Rz. 15 N 1, 2 und 3 sowie Rz. 16 N 1.

¹³ GASSER/FARRÈR, Management-Transaktionen, 766.

gers beinhalten, die sich nicht in der blossen Ausübung einer vertraglich vereinbarten Option erschöpfen¹⁴.

B. Transparenz- und Offenlegungspflichten als integraler Bestandteil von Corporate Governance

[Rz 3] Die Offenlegung von Management-Transaktionen fördert die Informationsversorgung der Anleger; sie erschliesst damit den Anlegern eine zusätzliche Informationsquelle in qualitativer Hinsicht im Hinblick auf deren (möglichen) Anlageentscheid¹⁵. Mit der Offenlegungspflicht von Management-Transaktionen werden die ohnehin bestehenden Ad-hoc¹⁶- sowie die weiteren Publizitätspflichten¹⁷ ergänzt; wie diese anderen ereignisbezogenen Offenlegungspflichten dient auch die Pflicht zur Offenlegung von *Directors Dealings* dem Ziel der Markttransparenz und dem Abbau der durch die Struktur (Insider/Unternehmensangehörige vs. reelle und potentielle Aktionäre) bedingten «Informationsasymmetrie»¹⁸. Ihr wird, wie der Transparenz im Allgemeinen, eine Funktion innerhalb der Gesamtheit an Regularien, Pflichten und Verantwortlichkeiten – schlagwortartig mit dem Begriff der *Corporate Governance*¹⁹ umrissen –, welche die gute Unternehmensführung

ausmachen, zuerkannt. Corporate Governance ist gewiss nicht nur Transparenz, aber auch die Offenlegung von Management-Transaktionen kann zweifelsohne als eine ihrer Führungsinstrumente angesehen werden.

[Rz 4] Offenlegungspflichten gehören klassischerweise zum börsenrechtlichen Instrumentarium der (Selbst-)Regulierung von Finanzmärkten²⁰. Das Börsengesetz (BEHG) verlangt in Art. 20 Abs. 1 von den Marktteilnehmern, bzw. den Grossaktionären, eine Offenlegung von Beteiligungen²¹; Art. 21 BEHG enthält die verschärfte Meldepflicht für den Fall, dass ein Übernahmeverfahren im Sinne von Art. 22 – ein öffentliches Kaufangebot – in die Wege geleitet ist²²; ähnlich ist in Art. 663c Abs. 1 OR die aktienrechtliche Angabe «bedeutende[r] Aktionär[e]» normiert²³; gemäss Art. 696 Abs. 1 OR ist den «Aktionären am Gesellschaftssitz» der «Geschäftsbericht und der Revisionsbericht» «zur Einsicht auszulegen»; die Corporate Governance-Richtlinie der SWX²⁴ verpflichtet die Emittenten, wichtige Aspekte zur obersten Führung ihrer Unternehmung zu publizieren (oder substanziell zu begründen, weshalb diese Angaben nicht publiziert werden). Von derartigen strukturbezogenen, gleichsam wiederkehrenden Offenlegungspflichten sind die Ad-hoc-Publizitätspflichten zu unterscheiden. Diese sollen sicherstellen, dass die Marktteilnehmer über bestimmte Tatsachen und Ereignisse, die in der Unternehmenssphäre der Gesellschaft eingetreten sind und die das Potential haben, eine erhebliche Kursänderung herbeizuführen, zeitnah und gleichberechtigt informiert werden²⁵. Als sofort («ad hoc») mitteilungspflichtig gelten nach dem Kotierungsreglement der SWX Swiss Exchange zum Beispiel kursrelevante Tatsachen im Sinne von Art. 72 KR, welche im Tätigkeitsbereich des Unternehmens eintreten und nicht öffentlich bekannt sind²⁶. Die Offenlegungspflicht von Art. 74a KR gehört in den Kontext von Art. 72 Abs. 1

¹⁴ RLMT Rz. 20. Erfasst sind gemäss Rz. 20 nicht nur Transaktionen in Beteiligungsrechten und Aktienoptionen, sondern Transaktionen in allen in Art. 74a Abs. 1 KR resp. Rz. 9-16 erwähnten Gegenständen der Meldepflicht; siehe dazu SWX, Kommentar, Rz. 20 N 3. Ausführlich zum Anwendungsbereich der RLMT, zu den meldepflichtigen Personen sowie zur Auslösung der Meldepflicht: BÜHLER, Offenlegung, 503 ff.; KISTLER, Management-Transaktionen, Rz. 15 ff.; GASSER/FARRER, Management-Transaktionen, 766 ff.

¹⁵ Vgl. RLMT Rz. 1 (Zweck).

¹⁶ Für die SWX Swiss Exchange: Art. 72 KR und Richtlinie betr. Ad-hoc-Publizität (RLAhP); für die BX Berne eXchange: Art. 18 des Kotierungsreglements der BX Berne Exchange. Grundlegend dazu: KUNZ, Minderheitenschutz, § 10 N 267 ff.; ferner: BOHRER, Corporate Governance, N 401-404; UHL/BÜRGI/HARSCH, Urteil, 171.

¹⁷ Vgl. dazu KUNZ, Minderheitenschutz, § 10 N 107 ff.

¹⁸ Die Organe einer Gesellschaft verfügen gegenüber anderen Marktteilnehmern häufig über einen Informationsvorsprung, der dazu führen kann, dass Management-Transaktionen den Anschein von Insiderwissen erwecken. Vgl. dazu KISTLER, Management-Transaktionen, Rz. 3; BÜHLER, Offenlegung, 502. Zudem eröffnet die Offenlegung von Management-Transaktionen den Aufsichtsbehörden eine zusätzliche Möglichkeit zur Überwachung der Märkte: So explizit Abs. 7 zur Präambel der Richtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29. April 2004 zur Durchführung der EG-Missbrauchsrichtlinie.

¹⁹ Speziell zum Schweizer Kontext: KUNZ, Corporate Governance, 471 ff.; PETER BÖCKLI, Corporate Governance: Vertrauen an der Unternehmensspitze: Ein Beitrag zum gegenseitigen Verhältnis von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, in: Baer (Hrsg.), Verwaltungsrat und Geschäftsleitung: Ihre Tätigkeit und ihr Verhältnis zueinander, Tagungsband zum 10. Aktienrechts-Forum 2005 der Weiterbildungsstufe der Universität St. Gallen, Bern 2006, 33; BOHRER, Corporate Governance, N 1 ff.; ROLAND VON BÜREN/WALTER A. STOFFEL/ROLF H. WEBER, Grundriss des Aktienrechts, 2. A., Zürich/Basel/Genf 2007, N 787 ff.; zum europäischen Kontext siehe ADRIAN F. M. DORRESTEIJN/CORNELIS DE, Corporate Governance Codes: Origins and Perspectives, in: Bartman, Steef M.: European Company Law in Accelerated

Progress, Alphen aan den Rijn 2006, 31 ff..

²⁰ VON BUTTLAR, Directors' Dealings, 2134.

²¹ BÖCKLI, Aktienrecht, § 7 N 51.

²² BÖCKLI, Aktienrecht, § 7 N 57.

²³ Siehe dazu PASCAL KISTLER, Die Erfüllung der (aktien- und börsenrechtlichen) Meldepflicht und Angebotspflicht durch Aktionärsgruppen, Diss. Zürich 2001, 44 ff.

²⁴ Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance (Corporate Governance-Richtlinie, RLCG).

²⁵ KARIN BEYELER, Konzernleitung im schweizerischen Privatrecht, Diss. Zürich 2004, 221.

²⁶ Umfassend zur Ad hoc-Publizität: JÜRIG LEU, Die Rechtswidrigkeit von Informationsmängeln in der Ad hoc-Publizität nach dem Kotierungsreglement der Schweizer Börse, Diss. St. Gallen 2002; PETER CH. HSU, Ad hoc-Publizität, Bekanntgabe von kursrelevanten Tatsachen: ein Mindeststandard kapitalmarktgerechter Unternehmenspublizität, Diss. Zürich 2000; MARIE VON FISCHER, Die Ad hoc-Publizität nach Art. 72 Kotierungsreglement unter besonderer Berücksichtigung der Haftungsfrage, Diss. Bern 1999; KUNZ, Minderheitenschutz, § 10 N 267 ff.; ferner: ALEXANDER I. BEER, Fairness und Transparenz durch Ad hoc-Publizität, ST 72/1998, 33 ff.; JENS EKKENGA, Die Ad hoc-Publizität im System der Marktordnungen, ZGR 28/1999, 165 ff.

KR. Im Einzelnen umstritten²⁷ sind die Rechtsfolgen einer Verletzung von Ad-hoc-Publizitätspflichten. Dies ist darauf zurückzuführen, dass es – im Unterschied etwa zum deutschen Recht²⁸ – hierfür letztlich keine gesetzliche Haftungsgrundlage gibt²⁹.

[Rz 5] Als Untergruppe der teils gesetzlich geregelten, teils in Form von Börsenordnungen und Börsenrechtssätzen statuierten kapitalmarktrechtlichen Publizitätspflichten stehen die Ad-hoc-Publizitätspflichten im Dienste der Markttransparenz³⁰. Diese bildet – neben Verhaltensleitlinien für die Unternehmensspitze und den Strukturempfehlungen vor allem für die Ausschüsse des Verwaltungsrates – einen der drei «Ansatzpunkte» von *Corporate Governance*. Für den «Denkansatz»³¹ von *Corporate Governance* haben sich unterschiedliche Umschreibungen eingebürgert; das *Cadbury Committee* definierte sie im Jahre 1992 als «the system or matrix of responsibilities of directors by which companies are governed and controlled»³²; PETER BÖCKLI spricht von einem «Amalgam der drei Elemente Leitlinie/Strukturempfehlungen/Transparenz»³³. Unstreitig ist, dass Art. 74a KR als eine neu eingeführte Ad-hoc-Publizitätspflicht einen, und zwar einen zentralen Aspekt von *Corporate Governance* berührt, wenngleich die Relationierungen der Begriffe untereinander eigentümlich schwanken³⁴. Der Sinn der Schweizer Regelung soll im Folgenden kontrastiv – in einer Gegenüberstellung mit vergleichbaren Regelungen europäischer und aussereuropäischer Rechtsordnungen – erklärt werden.

II. Vergleichbare Transparenzgebote anderer Rechtsordnungen

A. Pflicht zur Beachtung ausländischer Regelungen?

[Rz 6] Offenkundig wurde mit der im Jahre 2005 eingeführten Verpflichtung börsenkotierter Unternehmen zur Offenlegung von Management-Transaktionen auch der Zweck verfolgt, das Schweizer Recht an internationale Standards anzugleichen³⁵. Ein gewisser Gleichlauf der Rechtsordnungen

scheint für das Funktionieren des Börsenhandels unabdingbare Voraussetzung zu sein; Eigentümlichkeiten einer nationalen Rechtsordnung können hier leicht zu Standortnachteilen der einheimischen Handelsplätze führen. Anders als die Mitgliedstaaten der EU unterliegt die Schweiz keinem – im engeren Sinne – normativen Zwang zur Angleichung der Publizität börsenkotierter Unternehmen an die Standards, welche die EU durch verschiedene Rechtsakte in jüngster Zeit³⁶ vorgegeben hat. Zu beachten ist allerdings Art. 8 Abs. 3 BEHG, der vorschreibt, dass bei der Zulassung von Effekten internationalen Standards Rechnung zu tragen ist, was dazu führt, dass bei der Angleichung der Kotierungsreglemente an diese Standards auch die kapitalmarktbezogenen Publizitätspflichten der Emittenten anzupassen sind³⁷. Dies hat jedoch nicht zur Folge, dass ausländische Regulierungen unbesehen übernommen werden müssen, Abweichungen – auch bei den Informationspflichten – sind durchaus üblich und zulässig, sofern eine minimale Gleichwertigkeit mit internationalen Standards sichergestellt ist und «solange die Abweichungen von internationalen Standards verhältnismässig sind»³⁸. Man könnte deshalb hier eher von einer Normativität des Faktischen als *Movens* Schweizer Rechtspolitik sprechen: Ein gewisses Mass an Rechtseinheit wird von dem in diesem Falle nichtstaatlichen Rechtsetzungsorgan als Erfolgsfaktor des Finanzhandels an der Swiss Exchange gewertet. Nichtsdestotrotz dürfte sich aufgrund der Bestimmungen in den USA und der EU auch aus Art. 8 Abs. 3 BEHG ein Handlungsbedarf ergeben haben, der schliesslich im Erlass von Art. 74a KR sowie der RLMT mündete. Im Folgenden soll deshalb ein Überblick über das EU-Recht einerseits sowie über die in den beiden Mitgliedstaaten Deutschland und Grossbritannien geltenden Rechtsordnungen andererseits gegeben werden, wobei auch nach den Wechselwirkungen mit der US-amerikanischen Rechtsordnung zu fragen ist.

B. Die gemeinschaftlichen Vorgaben für die Mitgliedstaaten der EU

[Rz 7] *Sedes materiae* der europarechtlichen Regulierung von Directors' Dealings ist Art. 6 Abs. 4 der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 28. Januar 2003³⁹. Die Bestimmung sieht eine Meldepflicht von Management-Transaktionen vor und wird konkretisiert durch das *Committee of European Securities Regulators (CESR)'s Advice on the Second Set of Level 2 Im-*

²⁷ UHL/BÜRGI/HARSCH, Urteil, 171.

²⁸ THOMAS RAISER/RÜDIGER VEIL, *Recht der Kapitalgesellschaften – Handbuch für Praxis und Wissenschaft*, München 2006, § 9 N 63 ff.

²⁹ Weiterführend dazu: ROBERTO VITO, *Antithesen zur Haftung für Ad-hoc-Publizität*, GesKR 2/2006, 11 ff.

³⁰ FLEISCHER, *Ad-hoc-Mitteilungen*, 1869.

³¹ BÖCKLI, *Aktienrecht*, § 14 N 5.

³² *Cadbury Committee, The Financial Aspects of Corporate Governance*, 1992.

³³ BÖCKLI, *Aktienrecht*, § 14 N 15.

³⁴ ANDREAS BOHRER etwa spricht nicht von Teil-Ganzes-Relation, sondern von «interaction» zwischen den Ad-hoc-Publizitätspflichten und *Corporate Governance*, vgl. BOHRER, *Corporate Governance*, N 405.

³⁵ KISTLER, *Management-Transaktionen*, Rz. 11; BÜHLER, *Offenlegung*, 501 f.

³⁶ Ausführlich dazu: VUCUROVIC, *SWX Segmentation Concept*, 188 ff.

³⁷ Vgl. MARKUS RUFFNER, *Gesteuerte Selbstregulierung der Börsen*, in: Meier-Schatz (Hrsg.), *Das neue Börsengesetz der Schweiz*, Bern 1996, 7 ff; ferner: ALBRECHT LANGHART, *Rahmengesetz und Selbstregulierung*, Diss. Zürich 1993, 329 f.

³⁸ EBK-Jahresbericht 2004, 78.

³⁹ Amtsblatt Nr. L 096 vom 12/04/2003 S. 0016 – 0025.

plementing Measures for the Market Abusive Directive⁴⁰ und insbesondere durch die Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG⁴¹, die zur Marktmissbrauchsrichtlinie ergangen ist⁴².

[Rz 8] Zielsetzung der Richtlinie⁴³ ist es, das Vertrauen der Anleger in die europäischen Finanzmärkte zu stärken⁴⁴. Art. 6 Abs. 1 der Richtlinie bestimmt zunächst, dass Emittenten von Finanzinstrumenten Insider-Informationen, die sie selbst betreffen, so bald als möglich der Öffentlichkeit bekannt geben müssen. Wie die Ad-hoc-Publizität, soll auch die Offenlegung von Directors' Dealings das Entdeckungsrisiko von Marktmissbrauch erhöhen und damit schon im Vorfeld der Begehung von Insidergeschäften bzw. Marktmanipulation entgegenwirken⁴⁵. Hervorzuheben sind in diesem Zusammenhang die Besonderheiten des persönlichen und des sachlichen Anwendungsbereichs der Richtlinie: Nach Art. 6 Abs. 4 der Marktmissbrauchsrichtlinie erstreckt sich das Transparenzgebot auf «Personen mit Führungsaufgaben»; der Begriff wird so ausgelegt, dass darunter die Führungskräfte fallen, die erstens tatsächliche Entscheidungskompetenz innerhalb des Unternehmens besitzen und zweitens Zugang zu Insider-Informationen haben⁴⁶. Im Gegensatz zur schweizerischen Regelung besteht in der EU eine funktionale Definition der meldepflichtigen Personen, die den Anspruch «*substance over form*» stringent umsetzt⁴⁷. Zudem sind – wiederum anders als in der Schweiz – diese meldepflichtigen Führungskräfte nicht nur gegenüber dem Emittenten, sondern direkt gegenüber der zuständigen Behörde meldepflichtig⁴⁸. Hinsichtlich des sachlichen Anwendungsbereiches ist bemerkenswert, dass die Rechtssetzer in Brüssel im Unterschied etwa zur Schweizer Börsenaufsicht und zum deutschen Gesetzgeber die Einführung einer *de minimis*-Regel ablehnen⁴⁹. Sachlich ausgenommen von der Meldepflicht sind Transaktionen im Wege der Schenkung, der Erbfolge, im Rahmen eines Erwerbs auf arbeitsrechtlicher Grundlage sowie Bagatellfälle. Die Mehrheit der CESR-Teilnehmer lehnt dagegen – wenig überzeugend – die Einführung einer

Ausnahme für Kleinstransaktionen ab. Befürchtet wird, dass eine solche Ausnahme zur Umgehung der Mitteilungspflichten ausgenützt werden könnte; auch sei nicht möglich, einen gemeinsamen Standard für eine sinnvolle Bagatellgrenze zu entwickeln, die auf den Finanzmärkten überall in der Gemeinschaft gleichermaßen Anwendung finden könnte⁵⁰.

C. Zusammenspiel von Gesetzesrecht und Soft Law im deutschen Recht

[Rz 9] Anders als in der Schweiz ergibt sich die Meldepflicht für *Directors' Dealings* in der Bundesrepublik aus einem formellen Gesetz, nämlich § 15a des Wertpapierhandelsgesetzes (WpHG)⁵¹. Dieses konkretisiert die Bestimmung 6.6 des Deutschen Corporate Governance Code (DCGC)⁵², welcher nicht als formelles Gesetz, sondern als *soft law* gilt und in Form einer Verpflichtung für Vorstand und Aufsichtsrat der börsenkotierten Gesellschaften zur Abgabe einer Entsprechenserklärung gemäss § 161 Aktiengesetz (AktG) gesetzlich verankert ist⁵³. § 15a WpHG stellt die Umsetzung des EU-Rechts in nationales Recht dar⁵⁴, die nicht unproblematisch ist, da sie aufgrund der *de-minimis*-Regel in § 15 a Abs. 1 S. 5 eigentlich hinter den Vorgaben der Marktmissbrauchsrichtlinie zurückbleibt⁵⁵. Nach § 15a Abs. 1 S. 5 besteht die Pflicht von Personen mit Führungsaufgaben, «eigene Geschäfte mit Aktien des Emittenten oder sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten, insbesondere Derivate [...] innerhalb von fünf Werktagen mitzuteilen», «nicht, solange die Gesamtsumme der Geschäfte einer Person mit Führungsaufgaben [...] insgesamt einen Betrag von 5'000 Euro bis zum Ende des Kalenderjahres nicht erreicht». Die Novellierung des WpHG in Umsetzung des EU-Rechts hat zwei entscheidende Neuerungen gebracht: Zum einen ist die Aufgreifschwelle von 25'000 Euro pro Monat auf 5'000 Euro pro Kalenderjahr erheblich herabgesetzt worden⁵⁶; zum anderen findet sich nunmehr in § 13 WpHG der Begriff der Insiderinformation⁵⁷ legal definiert: «Eine Insiderinformation», so definiert das Gesetz, «ist eine konkrete Information über nicht öffentlich bekannte Umstände, die sich auf einen oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf die Insiderpapiere selbst beziehen

⁴⁰ CESR/03-212c vom 31. 8. 2003: www.fi.ee/failid/03-212c.pdf.

⁴¹ Amtsblatt Nr. L 162 vom 30/04/2004 S. 0070 – 0075. Die Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG regelt zulässige Marktpraktiken. Sie definiert in Artikel 4 den Begriff der Insiderinformation im Zusammenhang mit Warenderivaten. Zudem regelt sie die Erstellung von Insiderlisten durch Emittenten und setzt Meldepflichten für Geschäfte von Führungspersonen fest, die sie auf eigene Rechnung mit zum Handel auf geregelten Märkten zugelassenen Aktien oder mit sich darauf beziehenden Derivaten oder sonstigen Finanzinstrumenten vornehmen.

⁴² Vgl. ERKENS, *Directors' Dealings*, 29.

⁴³ Grundlegend dazu: DÜRR/FÜRHOFF, *Marktmissbrauch*, 604.

⁴⁴ VON BUTTLAR, *Directors' Dealings*, 2133.

⁴⁵ VON BUTTLAR, *Directors' Dealings*, 2134.

⁴⁶ ERKENS, *Directors' Dealings*, 32.

⁴⁷ THOMAS WERLEN, *Relevanz der EU-Missbrauchsrichtlinie*, ST 79/2005, 778.

⁴⁸ Vgl. Art. 6 Abs. 4 EG-Marktmissbrauchsrichtlinie und Art. 6 Abs. 1 der Durchführungsrichtlinie.

⁴⁹ ERKENS, *Directors' Dealings*, 29.

⁵⁰ VON BUTTLAR, *Directors' Dealings*, 2137.

⁵¹ Das WpHG reguliert in Deutschland den Wertpapierhandel und dient insbesondere der Kontrolle von Dienstleistungsunternehmen, die Wertpapiere handeln sowie Finanztermingeschäften, aber auch dem Schutz des Kunden.

⁵² Im Internet: www.corporate-governance-code.de/ger/kodex/index.html. Ausführlich dazu: HEIDEL-FISCHER, § 15a WpHG N 1 ff.; HORNBERG, *Beaufsichtigung*, 63 ff.

⁵³ MüKo-SEMLER, § 161 AktG N 1 ff.

⁵⁴ ERKENS, *Directors' Dealings*, 31 f.

⁵⁵ HORNBERG, *Beaufsichtigung*, 63 ff.

⁵⁶ Dazu kritisch: ERKENS, *Directors' Dealings*, 34.

⁵⁷ Ausführlich dazu: JAN WILHELM, *Kapitalgesellschaftsrecht*, 2. A., Berlin 2005, N 741.

und die geeignet sind, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Börsen- oder Marktpreis der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen».

[Rz 10] Interessanterweise knüpft die Neufassung der Vorschrift nun nicht mehr an die Person des Insiders – wie § 13 WpHG aF und Art. 2 Abs. 1 Unterabs. 2 der Marktmissbrauchs-Richtlinie – an, sondern an den Begriff der *Insidersinformation*⁵⁸. Die Differenzierung zwischen einem so genannten Primär- und einem Sekundärinsider auf der Tatbestandsseite der Norm ist fallengelassen worden⁵⁹. Die Richtlinie hingegen hält an der Differenzierung fest: Während der Primärinsider lediglich über die Information verfügen muss, um den Verboten zu unterliegen, finden diese auf den Sekundärinsider nur Anwendung, wenn er wusste oder hätte wissen müssen, dass es sich um Insider-Information handelt⁶⁰. Indem § 13 WpHG die Unterscheidung aufgibt, stattdessen an das Vorhandensein von Insiderinformation anknüpft, verschärft es die Transparenzanforderungen, die das EU-Recht in punkto *Directors' Dealings* trifft, nicht unerheblich – dies bleibt dem nationalen Gesetzgeber rechtsdogmatisch unbenommen, da er in Umsetzung von Vorgaben des Gemeinschaftsrechtes grundsätzlich strengere Regeln als die Gemeinschaft selbst erlassen kann⁶¹. Die Neufassung des § 13 WpHG setzt auch Information nicht mehr mit Tatsache gleich, sondern lässt durch die Umschreibung «Umstände» eben auch Prognosen und Werturteile von Führungskräften für den Tatbestand einer Insiderinformation ausreichen. Überdies ist kein eigentliches Ausnutzen der Insiderinformation erforderlich, sondern bereits ein neutrales Verwenden ausreichend⁶². Im Zusammenspiel mit dem Umstand, dass beim Insiderhandelsverbot nunmehr nicht nur das «Ausnutzen» der Insider-Information, sondern bereits deren schlichte «Verwendung» untersagt ist⁶³, bedeutet dies eine enorme Verschärfung für Sekundärinsider, die durch die Richtlinie nicht vorgesehen ist⁶⁴.

D. Vom Gesellschafts- zum Kapitalmarktrecht in England

[Rz 11] Im englischen Recht kommen den kapitalmarkt- und gesellschaftsrechtlichen Offenlegungspflichten – ebenso wie im amerikanischen – traditionell eine grosse Bedeutung zu. Der Grundsatz der *full disclosure* im anglo-amerikanischen Rechtskreis hat v.a. vor dem Hintergrund einer weitgehend auf den Kapitalmarkt gestützten Unternehmensfinanzierung traditionell eine besonders wichtige Rolle gespielt⁶⁵. Allerdings

war die Regelung hinsichtlich der Offenlegung von Management-Transaktionen in Grossbritannien im Gegensatz zum amerikanischen, deutschen sowie schweizerischen Recht lange nicht im Kapitalmarktrecht, sondern lediglich im Gesellschaftsrecht verankert: Der *Companies Act*, der seit 1844 in Geltung ist⁶⁶ und zuletzt im Jahre 2006 revidiert worden ist, ist und war die gesetzliche *sedes materiae* für eine Vielzahl von kapitalmarktrechtlichen Informationspflichten. Was die gegenwärtige Rechtslage hinsichtlich der *self-dealings* von Managern betrifft, so hat sich im Übergang vom *Companies Act* in der Fassung, die im Zeitraum 1985 bis 2006 galt, zu der aktuell gültigen Fassung des Gesetzes ein signifikanter Wandel vollzogen⁶⁷. Dieser dürfte damit zusammenhängen, dass die spezifischen Offenlegungspflichten in Bezug auf *Directors' Dealings* nunmehr Gegenstand der unter der Ägide der *Financial Services Authority* (FSA) (fort-)geltenden *Listing Rules*⁶⁸ für die börsenkotierten Unternehmen sind.

[Rz 12] Bis zum Inkrafttreten des aktuell geltenden *Companies Act* waren *Directors' Dealings* ausdrücklicher Regelungsgegenstand dieses Gesetzes, und zwar in Part X, Sections 324-329. Ziel dieser Bestimmungen war es, die aufgrund des Haltens von Aktien, Aktienoptionen und anderen Wertpapieren bestehenden wirtschaftlichen Anreize der *directors* offen zu legen⁶⁹. Letztlich bezweckte diese Verpflichtung – darin mit der Schweizer Regelung vergleichbar –, einen Abbau der zwischen Insidern und Outsidern strukturell bestehenden Informationsasymmetrie. Das Anlegerpublikum sollte sich ein Bild darüber machen können, wie die Unternehmensführung die Entwicklung der Geschäftstätigkeit einschätzt, insbesondere ob sie auf den fortwährenden wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens vertraut⁷⁰.

[Rz 13] Im *Companies Act* von 2006 sind die Bestimmungen zu den *Directors' Dealings* für börsenkotierte Gesellschaften fortgefallen. Die geltende Fassung von Part X, welche die Pflichten von Führungskräften eines Unternehmens reguliert, sieht keine gegenüber der Öffentlichkeit von Anlegern bestehenden Offenlegungspflichten mehr vor. Allerdings kann daraus nicht der Schluss gezogen werden, dass das englische Recht seit neuestem auf eine Deregulierung der *self-dealings* von Managern setzt: Management-Transaktionen von

⁵⁸ HEIDEL-FISCHER, § 13 WpHG N 1.

⁵⁹ ERKENS, *Directors' Dealings*, 34.

⁶⁰ ZIEMONS, *Insiderrecht*, 538.

⁶¹ RUDOLF STREINZ, *Europarecht*, 7. A., Heidelberg 2005, N 194 ff.

⁶² ZIEMONS, *Insiderrecht*, 538.

⁶³ HEIDEL-FISCHER, § 13 WpHG N 1 ff.

⁶⁴ ZIEMONS, *Insiderrecht*, 538.

⁶⁵ HEINRICH, *Transparenzbestimmungen*, 198.

⁶⁶ Ausführlich zum *Companies Act* vor 2006: JOHN H. FARRAR/ BRENDA HANNIGAN BRENDA, *Farrar's Company Law*, 4. A., London 1998, 464; ANTHONY BOYLE/ROBIN POTTS/LEONARD S. SEALY (Hrsg.), *Gore-Browne on Companies*, 44. A., London 1991, § 12 N 14 ff.

⁶⁷ Zum *Companies Act* 2006: GARY SCANLAN, *Companies Act 2006: A Guide to the New Law*, London 2007, 1 ff.; LINKLATERS & PARTNERS, *The ICSA Companies Act 2006 Handbook*, London 2007; 1 ff.; PETER VAN DUZER, *Companies Act 2006*, London 2007, 10 ff.; SALEEM SHEIKH, *A Guide to The Companies Act 2006*, London 2008, 15 ff.

⁶⁸ Grundlegend zu den *Listing Rules*: FSA HANDBOOK OF RULES AND GUIDELINES (FSA-HANDBOOK), im Internet: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR>.

⁶⁹ OSTERLOH, *Directors' Dealings*, 119 f.

⁷⁰ HEINRICH, *Transparenzbestimmungen*, 227.

börsenkotierten Unternehmen sind nach wie vor reglementiert; verschoben hat sich lediglich der rechtssystematische Ort der Regulierung. Das allgemeine Gesellschaftsrecht, das im *Companies Act* geregelt ist, ist von kapitalmarktrechtlichen Vorschriften, die ausschliesslich börsenkotierte Unternehmen betreffen, entlastet worden. *Directors' Dealings* sind nunmehr Regelungsgegenstand der *Listing Rules*, die Vorschriften zur Offenlegung (*disclosure*) von *self-dealings* beinhalten⁷¹.

[Rz 14] Die FSA *Disclosure and Transparency Rules (DTR)*, die aktuell gelten, dienen der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie der EU und setzen diese fast wörtlich um⁷². Sie sehen neben allgemeinen Offenlegungspflichten in Bezug auf Insiderinformationen auch spezifische Regeln zu Management-Transaktionen vor, und zwar sowohl für Führungspersonen (*persons discharging managerial responsibilities*) als auch für Personen, die mit diesen in enger Verbindung stehen (*connected person*)⁷³. Nach den FSA-Bestimmungen werden diese Personen verpflichtet, Transaktionen mit Aktien des Emittenten oder sich darauf beziehende Finanzinstrumenten dem Emittenten innerhalb von vier Werktagen mitzuteilen, wobei die Mitteilung u.a. die Beschreibung des Finanzinstruments sowie die Art des Geschäfts enthalten muss⁷⁴. Diese Informationen müssen vom Emittenten wiederum sofort an einen *Regulatory Information Service (RIS)*⁷⁵ weitergegeben werden⁷⁶; eine Aufgreifschwelle existiert interessanterweise – im Unterschied zum schweizerischen und zum deutschen Recht⁷⁷ – nicht.

E. Besonderheiten der US-amerikanischen Offenlegungspflichten

[Rz 15] *Self-dealing transactions* werden im amerikanischen Recht v.a. unter dem Gesichtspunkt von Treuepflichten, die gegenüber eigener Gesellschaft bestehen, subsumiert⁷⁸. Offenlegungspflichten hinsichtlich derartiger Geschäfte existieren einerseits gegenüber dem *board of directors*; andererseits bestehen nach der amerikanischen *common law*-Tradition auch Offenlegungspflichten einer *self-dealing*-Transaktion gegenüber den Aktionären⁷⁹. Das amerikanische Recht zu den *Directors' Dealings* hat sich indessen nicht

allein im Wege des Richterrechts, sondern frühzeitig auch durch *statutory law* entwickelt⁸⁰. Bereits im SEA von 1934 fanden sich Bestimmungen zu Management-Transaktionen. Nach der sog. *10-percent-rule*⁸¹ mussten interne Transaktionen eines *ten percent beneficial owner* gemäss Sec. 16 a SEA 1934 angezeigt werden: «Every person», heisst es in der Bestimmung, «who is directly or indirectly the beneficial owner of more than 10 percent of any class of any equity security (other than an exempted security) which is registered pursuant to section 12, or who is a director or an officer of the issuer of such security, shall file the statements required by this subsection with the Commission [...]»⁸². Diese Regelung wurde in Reaktion auf den *Enron*-Skandal sowie andere Unternehmenskrisen in den USA durch den im Jahre 2002 verabschiedeten Sarbanes-Oxley Act erheblich verschärft⁸³. Mit der heute geltenden, durch Sec. 403 des Sarbanes-Oxley-Gesetzes revidierten Vorschrift des Sec. 16 (a) SEA werden sämtliche *directors* und *officers* einer Aktiengesellschaft zur Offenlegung von Wertpapiergeschäften gegenüber der *Securities and Exchange Commission* verpflichtet, und zwar durch ein *Two-Business-Day Filing Requirement*⁸⁴. Diese Publikationspflicht tritt neben das Verbot des Handels von Insidern mit Wertpapieren aufgrund nicht allgemein zugänglicher, wesentlicher Informationen⁸⁵.

[Rz 16] Das US-amerikanische Gesellschaftsrecht (*state law* und *federal law*) wird von bundesrechtlichen Kapitalmarktgesetzen (*federal securities regulation*) ergänzt und überlagert. Für börsenkotierte Gesellschaften bestehen umfangreiche, kapitalmarktrechtliche Publizitätspflichten, die ausserhalb des SEA und des Sarbanes-Oxley-Gesetzes normiert sind. Im Hinblick auf *self-dealing*-Transaktionen sind die Vorschriften der *Regulation S-K, Item 404, 17 C.F. R. § 229.404* so-

⁷¹ KIRSCHBAUM, Entsprechenserklärungen, 47 f.

⁷² OSTERLOH, *Directors' Dealings*, 122.

⁷³ Vgl. DTR 3.1.1 G ff.

⁷⁴ DTR 3.1.2 R, 3.1.3 R.

⁷⁵ Die *Regulatory Information Services* werden durch die FSA zertifiziert. Eine Liste findet sich als Appendix 3 zu den *Listing Rules* im FSA-Handbook; im Internet: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/LR/App/3>.

⁷⁶ ROBERT WAREHAM, *Tolley's Company Law Handbook* 2007, 14. A., London 2007, 904.

⁷⁷ Siehe oben I.A und II.C.

⁷⁸ KNAPP, Treuepflicht, 91 f.

⁷⁹ So entschieden in *Weinberger v. UOP, Inc.*, 457 A.2d 701/712 (Delaware Supreme Court 1983).

⁸⁰ THOMAS LEE HAZEN, *The Law of Securities Regulation*, 5. A., St. Paul/MN 2006, 530 ff.

⁸¹ Grundlegend dazu: A.A. SOMMER, *The Federal Securities Exchange Act of 1934*, New York 1971, § 8.01.

⁸² Zit. nach AMERICAN LAW INSTITUTE/AMERICAN BAR ASSOCIATION COMMITTEE ON CONTINUING PROFESSIONAL EDUCATION, *Enron, WorldCom and the Sarbanes-Oxley Act of 2002: Corporate Governance, Financial Disclosure, Auditing, and Other Issues*, Washington 2002, 46.

⁸³ Zur Entstehungsgeschichte und zum Anwendungsbereich des Sarbanes-Oxley Acts: HANS CASPAR VON DER CRONE/KATJA ROTH, *Der Sarbanes-Oxley Act und seine extraterritoriale Bedeutung*, AJP 2/3003, 131 f.; CHRISTOPH B. BÜHLER, *Corporate Governance: Schweizer «Best Practice» im Lichte des Sarbanes-Oxley Act*, in: Nobel (Hrsg.), *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, Bd 12, Bern 2004, 231 ff.; PETER BERTSCHINGER/MARTIN SCHAAD, *Der amerikanische Sarbanes-Oxley Act of 2002*, ST 76/2002, 883 ff.

⁸⁴ Ausführlich zu den Änderungen der Sec 16 (a) SEA: HAROLD S. BLOOMENTHAL, *Securities Law Handbook Series*, Vol. 1 and 2, New York 2004, § 13.45.10; PETER G. SAMUELS, *Liability for short-swing profits and reporting obligations under section 16 of the Security Exchange Act of 1934*, in: *Practicing Law Institute, Corporate Law and Practice Course Handbook Series – Securities Filings* 2003, 1392 PLI-Corp., 523.

⁸⁵ HEINRICH, *Transparenzbestimmungen*, 257.

wie der *Schedule 14A, Item 7* zu beachten⁸⁶. Nach diesen Vorschriften müssen in der Jahresbilanz und den *proxy statements* sämtliche Transaktionen aufgeführt werden, die einen Wert von US \$ 60'000 übersteigen und an denen *directors* oder deren nächste Familienangehörige ein direktes oder indirektes wesentliches Interesse haben. Ein wesentliches Interesse im Sinne dieser Vorschriften, speziell der *Regulation S-K, Instruction 1 to Item 404 (a)*, ist dabei auf der Grundlage der Bedeutung der Information für die Anleger unter den gegebenen Umständen des Einzelfalls zu bestimmen. Die Verletzung dieser Regeln kann zu einer Haftung wegen falscher oder irreführender Information gegenüber den Anlegern nach SEC Rule 10b-5 führen. Auswirkungen auf die Wirksamkeit der betreffenden Geschäfte hat eine Verletzung dieser Offenlegungspflichten jedoch nicht.

F. Zielsetzungen der schweizerischen Regelung im internationalen Vergleich

[Rz 17] Mit der Einführung einer Publizitätspflicht für Management-Transaktionen unternahm es die SWX das Regularium der Schweizer *Corporate Governance* an internationale Standards, wie sie sich durch das im Gefolge der EU-Marktmisbrauchrichtlinie überwiegend durch die Empfehlungen der CESR fortgeschriebene europäische Recht⁸⁷ herausgebildet haben und weiter herausbilden, anzupassen. Dabei ist die Schweizer Rechtsordnung zu den Ad-hoc-Publizitätspflichten börsenkotierter Unternehmen und zur Offenlegungspflicht von *Directors' Dealings* – vergleichbar der deutschen – als ein Amalgam aus *soft law*/Richtlinien-Recht und Gesetzesrecht anzusehen.

[Rz 18] Die Texte zur Schweizer *Corporate Governance* der börsenkotierten Gesellschaften bestehen bekanntermassen aus drei Teilen, die zusammen gehören und auch nur im Zusammenhang verstanden werden können, nämlich (i) Die Corporate Governance-Richtlinie von SWX Swiss Exchange vom 17. April 2002, in Kraft getreten am 1. Juli 2002; (ii) die Empfehlungen des Dachverbands der Schweizer Unternehmen *economiesuisse*, «Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance» und (iii) der Begleitbericht von Karl Hofstetter «Corporate Governance in der Schweiz»⁸⁸. Die Offenlegungspflicht von Management-Transaktionen steht mit diesen Bestimmungen ebenso im Zusammenhang wie mit den am 1. Januar 2007 neu in Kraft getretenen Bestimmungen des Obligationenrechts (OR) zur Transparenz von Vergütungen⁸⁹. Gemäss diesen neuen OR-Transparenzvorschriften

müssen börsenkotierte Gesellschaften⁹⁰ nicht nur Vergütungen offen legen, welche die Gesellschaft an die Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung ausgerichtet hat⁹¹, sondern ebenfalls «Beteiligungen an der Gesellschaft sowie die Wandel- und Optionsrechte jedes gegenwärtigen Mitglieds des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung und des Beirates mit Einschluss der Beteiligung der ihm nahe stehenden Personen»⁹².

[Rz 19] Alle diese Empfehlungen bzw. Normen eröffnen dem Anleger zusammen mit den (i) Jahres- und Zwischenberichten, (ii) den Angaben zur Corporate Governance, (iii) der Publikation von potenziell kursrelevante Tatsachen, (iv) den Analystenberichten, (v) den Berichten über den Emittenten sowie (vi) Ratings oder (vii) Meldungen im Rahmen der Offenlegung von Beteiligungen⁹³ ein Sammelsurium von Informationsquellen, die ihm beim Fällen seines Anlageentscheides helfen können.

[Rz 20] Vor Inkrafttreten von Art. 74a KR und der RLMT wurde die Einführung einer Offenlegungspflicht von Manager-Transaktionen als ein Desiderat insofern beschrieben, als die bis dahin geltenden Offenlegungspflichten hinsichtlich der Beteiligungsrechte als «noch unterhalb des letzten Stands der internationalen Corporate Governance-Anforderungen» stehend eingeschätzt wurden⁹⁴. So heisst es in einer Darstellung von PETER BÖCKLI aus dem Jahre 2004 mit Blick auf die Reichweite der bis dahin geltenden Melde- und Transparenzpflichten: «Was fehlt, ist die Pflicht der Personen auf oberster Unternehmensebene, Käufe und Verkäufe von Titeln oder Wertrechten der Gesellschaft, darin eingeschlossenen Derivate, unverzüglich zu melden. Die Schweizer Börse hat diese Meldepflicht 2003 in einer Vorlage, die anfänglich auf teils heftigen Widerstand konservativer Kreise stiess,

⁸⁶ KNAPP, Treuepflicht, 110.

⁸⁷ VUCUROVIC, SWX Segmentation Concept, 1893.

⁸⁸ BÖCKLI, Aktienrecht, § 14 N 199.

⁸⁹ AS 2006 2629: Teilrevision des OR (Transparenz betreffend Vergütungen an Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung) vom 7. Oktober 2005; BBI 2004 4471: Botschaft zur Änderung im OR (Transparenz betreffend Vergütungen an Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung) vom 23. Juni 2004.

⁹⁰ Gemäss Art. 697^{quinquies} des Entwurfs zur Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts vom 21. Dezember 2007 (E-OR) soll auch Aktionären von privaten Aktiengesellschaften ein Auskunftsrecht betreffend die an den Verwaltungsrat und die Geschäftsleitung ausgerichteten Vergütungen eingeräumt werden.

⁹¹ Anzugeben sind dabei der Gesamtbetrag der Vergütungen, die individuellen Bezüge der einzelnen Verwaltungsratsmitglieder und der höchste auf ein Mitglied der Geschäftsleitung entfallende Betrag unter Namensnennung. Anzugeben sind ferner die Beteiligungen an der Gesellschaft für jedes einzelne Mitglied des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung. Siehe dazu: PHILIPP HALLAUER/ROLF WATTER, Das neue Transparenzgesetz – Fragen zur Umsetzung, ST 9/2007, 582 ff.; KARIM MAIZAR/ROLF WATTER, Transparenz der Vergütungen und Beteiligungen von Mitgliedern des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung (Art. 663 b^{bis} und 663c Abs. 3 OR) – Entstehungsgeschichte, Normzweck sowie erste praktische Anwendungsfragen, GesKR 4/2006, 350 f.; ROLF WATTER/KARIM MAIZAR, Offenlegung von Vergütungen und Beteiligungen bei schweizerischen Publikumsgesellschaften gemäss OR, Basel 2007, N 1 ff. zu Art. 663b^{bis} bzw. 663c Abs. 3 OR.

⁹² Art. 633c Abs. 3 OR.

⁹³ Vgl. SWX, Kommentar, Rz. 1 N 1; grundlegend zu den kapitalmarktrechtlichen Informationsmöglichkeiten der (potenziellen) Aktionären: LARISSA MAROLDA MARTINEZ, Information der Aktionäre nach Schweizerischem Aktien- und Kapitalmarktrecht, Diss. Zürich 2006, 281 ff.

⁹⁴ BÖCKLI, Aktienrecht, § 14 N 241.

vorgeschlagen»⁹⁵. Das Anpassungs-Argument fällt insofern ins Gewicht, als die internationale Dimension der Transaktionen wie bei kaum einem anderen Gebiet des Wirtschaftsrechts so ausgeprägt ist wie bei den Aktiengeschäften global agierender börsenkotierter Unternehmen; indessen ist nicht zu verkennen, dass die Anpassung an internationale Standards des Kapitalmarktes die Pflicht zur Offenlegung von Management-Transaktionen, wie sie Art. 74a KR vorsieht, nicht aus sich heraus zu rechtfertigen vermag und eine mit ihr verbundene Gefahr effizienzhemmender Überregulierung⁹⁶ nicht von der Hand zu weisen ist.

III. Probleme der Offenlegungspflicht im Allgemeinen und der schweizerischen Regelung im Besonderen

[Rz 21] UWE SCHNEIDER hat, mit Blick auf § 15a WpHG – dem Pendant zu Art. 74a KR im Schweizer Recht – festgestellt, dass die Transparenz, die von der Regel intendiert wird, zwar «internationaler Standard» sei, nicht jedoch von dem Zwang zu einer weitergehenden Rechtfertigung entbinde⁹⁷. Zu den Standardrechtfertigungen der Offenlegungspflicht gehören die Präventivfunktion und die Indikatorfunktion, die einer allgemein geläufigen Ansicht zufolge von der Meldepflicht erfüllt wird. Mit dem Zwang zur Veröffentlichung von *Directors' Dealings* würden Insidergeschäften vorgebeugt⁹⁸; die Offenlegung erfülle ferner die Funktion, potentiellen Anlegern Indikatoren des Finanzmarkthandels nicht vorzuenthalten, sondern zugänglich zu machen⁹⁹. MICHAEL ERKENS hat Sinn und Zweck der Verpflichtung in diesem Sinne treffend wie folgt zusammengefasst: «Die Veröffentlichung der *Directors' Dealings* dient der präventiven Bekämpfung von Insider-Geschäften und soll damit die Marktintegrität stärken. Dem offen gelegten Transaktionsverhalten der *Directors* kommt eine Indikatorwirkung zu, denn es kann den übrigen Kapitalanlegern als Entscheidungsgrundlage für ihre Transaktionen dienen. Durch die gebotene Einzelaufschlüsselung der Transaktionen wird das Börsengeschehen durchsichtiger und so die Kapitalmarkttransparenz gefördert. Schliesslich wird durch die Offenlegung der Wertpapiergeschäfte der *Directors* deren Wissensvorsprung zumindest abgemildert, um auf diese Weise das Gebot der Anlegergleichbehandlung

zu gewährleisten»¹⁰⁰. Insbesondere die Indikatorfunktion ist allerdings kritisch zu hinterfragen. Sie setzt voraus, dass *Directors' Dealings* wenn nicht stets, so doch zumindest in aller Regel einen informellen Wert implizieren, und zwar dergestalt, dass sie Rückschlüsse, wenn nicht auf Tatsachen, so doch auf die subjektive Einschätzung der Kapitalmarktentwicklung durch informationell privilegierte Führungskräfte eines Unternehmens zulassen.

A. Kritik an der vermeintlichen Indikatorfunktion von *Directors' Dealings*

[Rz 22] Ein schlagendes Argument gegen die Offenlegung von Management-Transaktionen ist ebenso einfach wie plausibel begründet: Der negative Rückschluss von einem Verkauf von Beteiligungsrechten durch eine Führungskraft auf dessen Einschätzung der wirtschaftlichen Situation des eigenen Unternehmens ist nicht zwingend und kann sich – ebenso wie der positive Umkehrschluss (Führungskraft erwirbt Beteiligungsrechte, weil sie die Unternehmenslage als günstig einschätzt) – als trügerisch, ja als glatter Fehlschluss erweisen¹⁰¹. Veräusserungen von unternehmenseigenen Wertpapieren können nämlich gänzlich anders motiviert sein, als der Rückschluss auf eine Indikatorwirkung vermuten liesse. Denn der Grund für eine Veräusserung könnte ebenso gut in einem Liquiditätsbedarf des Anteilseigners liegen, der diesen dazu zwingt, Beteiligungsrechte am Unternehmen trotz möglicherweise positiver Gewinnerwartungen zu verkaufen¹⁰². Man könnte diesem Argument freilich entgegenhalten, dass nicht jede Transaktion gleichermassen von indikativer Bedeutung für die übrigen (potentiellen) Anleger, die über keinen privilegierten Zugang zu Informationen über das Unternehmen verfügen, sein muss, um eine Veröffentlichungspflicht zu rechtfertigen. Die Signifikanz und Wahrscheinlichkeit einer Indikatorwirkung dürfte etwa in dem Fall ausser Zweifel sein, in dem nicht nur ein Insider, sondern gleich mehrere Führungskräfte bestimmte Transaktionen tätigen. Es bleibt den nicht-privilegierten (potentiellen) Anlegern unbenommen, bestimmte Schlüsse zu ziehen oder eben nicht zu ziehen; Rückschlüsse, zu welchen sie ohne Information über die Transaktionen schlechterdings nicht imstande wären. Selbst wenn nur ein Teil der Management-Transaktionen im beschriebenen Sinne einen Rückschluss auf bestimmte Umstände nahe legt, erfüllte die Regelung von Art. 74a KR bereits ihren Zweck. Objektiv nicht-signifikante Transaktionen, die gleichwohl unter die Mitteilungspflicht fielen, dürften die *ratio legis* der Verpflichtung nicht beeinträchtigen, da der rationale Anleger nicht blind auf eine Indikatorwirkung von Transaktionen vertrauen muss.

⁹⁵ BÖCKLI, Aktienrecht, § 14 N 146. Vgl. dazu auch Peter BÖCKLI/ CLAIRE HUGUENIN/ FRANÇOIS DESSEMONTET, Expertenbericht der Arbeitsgruppe «Corporate Governance» zur Teilrevision des Aktienrechts, mit einem ausgearbeiteten Gesetzesentwurf für eine Revision des 26. Titels des Obligationenrechts «Die Aktiengesellschaft und Erläuterungen, Zürich/Basel/Genf 2004, 105.

⁹⁶ ERKENS, *Directors' Dealings*, 29.

⁹⁷ SCHNEIDER, Sachverhalt, 1817.

⁹⁸ BÜHLER, Offenlegung, 502; kritisch: KISTLER, Management-Transaktionen, Rz. 28.

⁹⁹ SCHNEIDER, Sachverhalt, 1818.

¹⁰⁰ ERKENS, *Directors' Dealings*, 30.

¹⁰¹ BÜHLER, Offenlegung, 502.

¹⁰² KISTLER, Management-Transaktionen, Rz. 20.

B. Das Problem des Schwellenwertes von CHF 100'000

[Rz 23] Die Schweizer Regelung arbeitet mit einem Schwellenwert von CHF 100'000 für jede meldepflichtige Personen pro Kalendermonat; Transaktionen unterhalb des Schwellenwertes sind zwar ebenfalls zu melden, werden aber nicht veröffentlicht¹⁰³. Damit schlägt die Schweiz einen anderen Weg als das EU-Recht ein, das keinerlei Erheblichkeitsschwelle kennt¹⁰⁴. Zugleich wird auffällig von dem Schwellenwert abgewichen, den das deutsche Aktienrecht im Gefolge der EU-Richtlinie nunmehr kennt (EUR 5'000 pro Kalenderjahr¹⁰⁵). Es gibt Argumente, die für eine auf einen absoluten Wert fixierte Schwelle sprechen, ab welcher Transaktionen meldepflichtig werden, und solche, die dagegen ins Feld zu führen sind. Das zentrale Argument gegen die Fixierung eines Schwellenwertes lautet: Ein derartiger Wert ist wegen der extrem unterschiedlicher Grösse börsenkotierter Unternehmen kaum sinnvoll festzulegen, da Wertpapiere im Wert von CHF 100'000 in dem einen Fall einen relativ beträchtlichen Anteil am Unternehmenswert bilden können, in dem anderen Falle aber eine geradezu vernachlässigbare Grösse darstellen. Die Alternative bestünde in einem Quotenansatz, sei es bezüglich der Stimmrechte oder aktuellem Holding¹⁰⁶. Letztlich ist – insbesondere unter Beachtung von Sinn und Zweck der Offenlegung von «Directors' Dealings» – entscheidend, wie viel der Manager veräussert und nicht der absolute Betrag in Franken und Rappen. Alternativ wäre eventuell auch eine Bezugnahme auf den ganzen Bestand der Person angebracht: Verkauft beispielsweise ein Manager zwar Beteiligungspapiere im Umfang von CHF 300'000, mag dies auf den ersten Blick als beträchtlich erscheinen. Allerdings ist es aber letztlich entscheidend, welchen Anteil diese CHF 300'000 darstellen; handelt es sich dabei um lediglich 5% oder gar die Gesamtheit seiner Bestände¹⁰⁷? Dies allein ist letztlich entscheidend und stellt für den Anleger und den Markt einen «Added-Value» dar und kann – richtig ausgelegt – Rückschlüsse erlauben und so eine relevante Information bezüglich der Unternehmung darstellen¹⁰⁸. Gegen die *de-minimis*-Regelung des § 15a WpHG ist – wohl zu recht – eingewandt worden, dass sie überflüssig sei, da sie *de facto* dazu führe, dass die Personenkreise sich gegenseitig über alle Geschäfte unterhalb der Bagatellgrenze informieren, um

ein Überschreiten der Gesamtsumme von EUR 5'000 feststellen zu können¹⁰⁹.

C. Die Kritik von Andreas Bohrer an der Erweiterung der Veröffentlichungspflichten börsenkotierter Unternehmen

[Rz 24] Die Kritik von ANDREAS BOHRER an der Erweiterung der Ad-hoc-Publizitäts-Pflichten börsenkotierter Unternehmen setzt fundamentaler an. BOHRER hat in seiner im Jahre 2005 publizierten Habilitationsschrift den Einwand vorgetragen, dass die Regularien, die bis zum Inkrafttreten von Art. 74a KR vorhanden waren, Transparenz auf dem Kapitalmärkten ausreichend sicherstellten und dass keine weitere *Disclosure Rule* erforderlich sei¹¹⁰. Die Offenlegung von Transaktionen informationell Privilegierter sei nur in dem Masse erforderlich, in dem es um Informationen über Fakten gehe, welche für eine *rationale* Entscheidung von Anlegern bedeutsam seien. «Market efficiency», so BOHRER, «hence requires disclosure of material non-public information before any insider starts trading in such shares»¹¹¹. Demzufolge sei zwischen echten Informationslücken und blossen Markt-Gerüchten zu unterscheiden¹¹²; letzteren lägen keine Fakten zugrunde, sondern lediglich Meinungen und Werturteile¹¹³. Zugespißt ausgedrückt, stellen *market rumours* in diesem Sinne keine Informationen über das Marktgeschehen dar, obwohl sie unstreitig doch Teil des Marktgeschehens sind. Information ist danach nur, was aus der Sicht eines *rationalen* Entscheiders seine Entscheidung zu beeinflussen vermag. Sinn und Zweck von Offenlegungspflichten sei es, Informationsasymmetrien abzubauen, die entstünden, wenn ein Insider über Kenntnisse von Fakten verfügt, die einem Dritten fehlen¹¹⁴. Nach BOHRER haben die Transparenz sichernden Offenlegungspflichten in der Schweiz vor Einführung des Art. 74a KR bereits internationalen Standards entsprochen. Die Frage ist, ob aus dieser Sicht die Einführung einer Regelung über *Directors' Dealings* als verfehlt gelten muss. Management-Transaktionen dürften sich allerdings auch nach dem rigiden Informationsbegriff BOHRERS als Informationen über Fakten des Börsengeschehens darstellen, auch wenn – aus den oben ausgeführten Gründen – nicht jede Management-Transaktion für einen rationalen Anleger Signifikanz und Entscheidungserheblichkeit besitzen muss.

¹⁰³ Der Schwellenwert ist deshalb eine Veröffentlichungsschwelle, keine Meldeschwelle. Zur Berechnung des Schwellenwertes und zum Meldeverfahren siehe GASSER/FARRER, Management-Transaktionen, 769 f.; BÜHLER, Offenlegung, 512 f.

¹⁰⁴ Vgl. dazu oben II.A.

¹⁰⁵ ERKENS, Directors' Dealings, 29.

¹⁰⁶ KISTLER, Management-Transaktionen, Rz. 26.

¹⁰⁷ Zahlenbeispiel von KISTLER, Management-Transaktionen, Rz. 26.

¹⁰⁸ Allerdings ist aber festzuhalten, dass eine entsprechende Lösung insbesondere unter dem Gesichtspunkt des Persönlichkeitsschutzes, unter Umständen als kritisch zu beurteilen wäre. Vgl. dazu KISTLER, Management-Transaktionen, Rz. 26.

¹⁰⁹ ERKENS, Directors' Dealings, 34.

¹¹⁰ BOHRER, Corporate Governance, N 407.

¹¹¹ BOHRER, Corporate Governance, N 405 ff.

¹¹² BOHRER, Corporate Governance, N 405 ff.

¹¹³ BOHRER, Corporate Governance, N 403.

¹¹⁴ KISTLER, Management-Transaktionen, Rz. 2.

D. Abschliessende Stellungnahme: Revisionsfähigkeit und -bedürftigkeit der schweizerischen Regelung

[Rz 25] Die Triftigkeit der Einführung einer Offenlegungspflicht im Sinne von Art. 74a KR dürfte letztlich ausser Zweifel stehen. Das Argument einer Anpassung an internationale Standards, die die Offenlegungspflicht rechtfertigt, ist bei weitem nicht der einzige Grund. Auch immanent lässt sich die Regelung legitimieren: Management-Transaktionen können im Einzelfall Rückschlüsse auf eine Einschätzung des Marktgeschehens durch *Insider* zulassen, die aufgrund ihres strukturell bedingten Informationsvorsprungs die Gewinnaussichten ihres Unternehmens besser zu beurteilen vermögen als aussenstehende (potentielle) Anleger. Die Aufgreifschwelle von CHF 100'000 ist hingegen wie jede Fixierung in absoluten Zahlen, ab welchem eine Transaktion meldepflichtig wird, problematisch, da sie erstens nicht berücksichtigt, wie hoch der Anteil der erworbenen bzw. veräusserten Beteiligungspapiere am Gesamtvolumen des Unternehmens ist, und zweitens ausser Acht lässt, um welchen Anteil am Gesamtbestand der von einer Person gehaltenen Papieren des jeweiligen Unternehmens es sich handelt. Die Aufgreifschwelle sollte, in Anlehnung an das entsprechende EU-Recht, fallen gelassen werden. Ebenfalls überdacht werden sollte der Kreis der meldepflichtigen Personen: Der Grundsatz «*substance over form*», der nicht nur in den USA und der EU gilt, sondern auch bereits bei der *SWX-Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance* umgesetzt wurde¹¹⁵, könnte bei der nächsten Revision insofern einfließen, als dass sich die Offenlegungspflicht nicht nur auf die Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung beschränkt, sondern auf weitere, mit Führungsaufgaben betraute und folglich mit Insider-Wissen ausgestattete Personen ausgeweitet wird.

IV. Ausgewählte Literaturhinweise

- BÖCKLI PETER, Schweizer Aktienrecht – mit Fusionsgesetz (...), 3. A., Zürich/Basel/Genf 2004; zit.: BÖCKLI, Aktienrecht
- BOHRER ANDREAS, Corporate Governance and Capital Market Transactions in Switzerland, Habil. Zürich, Zürich/Basel/Genf 2005; zit.: BOHRER, Corporate Governance
- BÜHLER CHRISTOPH B., Offenlegung von Management-Transaktionen: Neue Leitplanken und Bodenwellen auf der Corporate-Governance-Schnellstrasse, in: Kramer/Nobel/Waldburger (Hrsg.), Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag, Zürich 2006, 497 ff.; zit.: BÜHLER, Offenlegung

- BUTTLAR JULIA VON, Directors' Dealings: Änderungsbedarf aufgrund der Marktmissbrauchsrichtlinie, Betriebs-Berater (BB) 2003, 2133 ff.; zit.: VON BUTTLAR, Directors' Dealings
- DÜRR PETER/FÜRHOFF MARLENE, Die Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 28. 1. 2003, Abl. L 96, 2003, 16, Die Aktiengesellschaft (AG) 2002, 604 ff.; zit.: DÜRR/FÜRHOFF, Marktmissbrauch
- ERKENS MICHAEL, Directors' Dealings nach neuem WpHG, Der Konzern 2005, 29 ff.; zit.: ERKENS, Directors' Dealings
- FLEISCHER HOLGER, Der Inhalt des Schadensersatzanspruches wegen unwahrer oder unterlassener unverzüglicher Ad-hoc-Mitteilungen, Betriebs-Berater (BB) 2002, 1869 ff.; zit.: FLEISCHER, Ad-hoc-Mitteilungen
- GASSER ANTOINETTE/FARRÈR TAMARA, Management-Transaktionen von Gross- und Familienaktionären. Erweiterung der kapitalmarktrechtlichen Transparenzpflichten, ST 10/2005, 765 ff.; zit.: GASSER/FARRÈR, Management-Transaktionen
- HEIDEL THOMAS (HRSG.), Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, Kommentar, 2. A., Baden-Baden 2007; zit.: HEIDEL-BEARBEITER, § [...] N [...]
- HEINRICH TOBIAS A., Kapitalmarktrechtliche Transparenzbestimmungen und die Offenlegung von Beteiligungsverhältnissen. Eine rechtsvergleichende Untersuchung des europäischen, deutschen, englischen und US-amerikanischen Rechts, Diss. Hamburg 2005, Frankfurt a. M./Berlin 2006; zit.: HEINRICH, Transparenzbestimmungen
- HORNBERG MATTHIAS, Die Regelungen zur Beaufsichtigung der Geschäftsführung im deutschen und britischen Corporate Governance Kodex, Diss. Halle-Wittenberg, Berlin 2006; zit.: HORNBERG, Beaufsichtigung
- KIRSCHBAUM TOM, Entsprechenserklärungen zum englischen Combined Code und um Deutschen Corporate Governance Kodex, Diss. Bonn, Köln 2006; zit.: KIRSCHBAUM, Entsprechenserklärungen
- KISTLER PASCAL, Die Offenlegung von Management-Transaktionen (sog. «Directors' Dealings»), in: Jusletter 15. Dezember 2003; zit.: KISTLER, Management-Transaktionen
- KNAPP CHRISTOPH, Die Treuepflicht der Aufsichtsratsmitglieder von Aktiengesellschaften und Directors von Corporations – Ein vergleichender Beitrag zur Begründung und Konkretisierung der Treuepflicht von Verwaltungsmitgliedern im deutschen und US-ameri-

¹¹⁵ Vgl. dazu den Entscheid des Ausschusses der Zulassungsstelle ZUL/CG/V/05 vom 29. November 2005.

kanischen Aktienrecht, Diss. München 2004; zit.: KNAPP, Treuepflicht

- KROPFF BRUNO/SEMLER JOHANNES (HRSG.), Münchener Kommentar zum Aktiengesetz, Band 5/1: §§ 148 -151, 161-178 AktG, §§ 238-264c, 342, 342a HGB, 2. A., München 2003; zit.: MÜKO-BEARBEITER, § [...] N [...]
- KUNZ PETER V., Corporate Governance – Tendenz von der Selbstregulierung zur Regulierung, in: Kramer/Nobel/Waldburger (Hrsg.), Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag, Zürich 2006, 471 ff.; zit.: KUNZ, Corporate Governance
- KUNZ PETER V., Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht (...), Habil. Bern 2001; zit.: KUNZ, Minderheitenschutz
- OSTERLOH FALK, Directors' Dealings, Diss. Bonn 2006, Berlin 2007; zit.: OSTERLOH, Directors' Dealings
- SCHNEIDER UWE H., Der pflichtenauslösende Sachverhalt bei «Directors' Dealings» – Der sachliche Anwendungsbereich des § 15a WpHG, Betriebs-Berater (BB) 2002, 1817 ff.; zit.: SCHNEIDER, Sachverhalt
- SWX SWISS EXCHANGE, Kommentar zur Richtlinie betr. Offenlegung von Management-Transaktionen, Zürich 2005; zit.: SWX, Kommentar
- UHL LAURENZ/BÜRGI JOHANNES/HARSCH SEBASTIAN, Das Urteil des deutschen Bundesgerichtshofs zur persönlichen Haftung von Vorständen für falsche Ad-hoc-Mitteilungen – Wegweise für die schweizerische Rechtsprechung und Praxis?, SZW 4/2005, 171 ff.; zit.: UHL/BÜRGI/HARSCH, Urteil
- VUCUROVIC TATIANA BERSHEDA, New SWX Segmentation Concept in the Light of the Recent EU Developments in the Regulations and Supervision of Securities Markets, SZW 3/2006, 188 ff.; zit.: VUCUROVIC, SWX Segmentation Concept
- ZIEMONS HILDEGARD, Neuerungen im Insiderrecht und bei der Ad-hoc-Publizität durch die Marktmissbrauchsrichtlinie und das Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes, Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht (NZG) 2004, 537 ff.; zit.: ZIEMONS, Insiderrecht

Der Autor ist Rechtsanwalt und Doktorand am Institut für Wirtschaftsrecht der Universität Bern.

* * *