

Hamburger Rechtsstudien
herausgegeben von Mitgliedern des
Fachbereichs Rechtswissenschaft der Universität Hamburg
Heft 68

Insider Trading im deutschen
und amerikanischen Recht

Von
Dr. Ralf J. Wojtek



DUNCKER & HUMBLOT / BERLIN

R A L F J . W O J T E K

**Insider Trading im deutschen
und amerikanischen Recht**

Hamburger Rechtsstudien
Herausgegeben von Mitgliedern des
Fachbereichs Rechtswissenschaft der Universität Hamburg
Heft 68

Insider Trading im deutschen und amerikanischen Recht

Von

Dr. Ralf J. Wojtek



DUNCKER & HUMBLLOT / BERLIN

Gedruckt mit Unterstützung der Universität Hamburg

Alle Rechte vorbehalten

© 1978 Duncker & Humblot, Berlin 41

Gedruckt 1978 bei Buchdruckerei Richard Schröter, Berlin 61

Printed in Germany

ISBN 3 428 042 37 9

Inhalt

Erster Teil

Insider Trading im deutschen Recht

| | |
|--|----|
| Erstes Kapitel: Einführung | 12 |
| Zweites Kapitel: Notwendigkeit einer Regelung | 15 |
| A. Ausmaß | 15 |
| B. Schädlichkeit | 18 |
| I. Informationsverzögerung | 20 |
| II. Manipulation | 20 |
| III. Gefährdung von Unternehmensinteressen | 21 |
| IV. Auswirkungen auf den einzelnen Anleger | 22 |
| Drittes Kapitel: Die Rechtslage in der Bundesrepublik Deutschland | 23 |
| A. Allgemeine Rechtsgrundlagen | 23 |
| I. Strafrechtliche Sanktion | 23 |
| II. Haftung gegenüber dem Unternehmen | 25 |
| III. Ersatzansprüche von Anlegern | 26 |
| B. Freiwillige Regelungen | 28 |
| I. Die Insiderhandels-Richtlinien | 28 |
| II. Die Händler- und Beraterregeln | 32 |
| III. Die Verfahrensordnung | 33 |
| C. Reformdiskussion | 36 |

Zweiter Teil

USA

| | |
|--|----|
| Vorbemerkung | 42 |
| Erstes Kapitel: Common Law | 45 |
| A. Ansprüche auf Schadensersatz und Rückabwicklung | 46 |
| B. Gewinnherausgabe an die Gesellschaft | 49 |
| Zweites Kapitel: Section 16 Securities And Exchange Act | 52 |
| A. Überblick | 52 |
| B. Geltungsbereich | 53 |

| | |
|--|----|
| C. „Section 16-Insider“ | 55 |
| I. Großaktionäre | 56 |
| II. Verwaltungsorgane | 57 |
| III. Geschäfte von Familienmitgliedern und Stroh Männern | 58 |
| IV. Treuhänderisch verwaltete Wertpapiere | 59 |
| D. Meldepflichten | 61 |
| I. Entstehung und Funktion | 61 |
| II. Ausnahmen von Section 16 (a) | 62 |
| 1. Befreiung bestimmter Insider | 62 |
| 2. Unbedeutende Geschäfte | 63 |
| III. Abgrenzung zu den Meldepflichten nach Secs. 13 (d), 14 (d) SEA ... | 63 |
| E. Gewinnherausgabepflicht zugunsten der Gesellschaft | 65 |
| I. Normaler Haftungstatbestand | 65 |
| 1. Fristbestimmung | 66 |
| 2. Ausnahmen von Sec. 16 (b) | 67 |
| a) Rule 16 a-10 | 67 |
| b) Erwerb i. V. m. bestehender Verbindlichkeit | 67 |
| c) Unfreiwillige Überschreitung der Zehn-Prozent-Grenze ... | 68 |
| d) Befreiung bestimmter Insider | 68 |
| e) Arbitragegeschäfte | 69 |
| f) Betriebliche Vermögensbildungspläne | 70 |
| g) Hinterlegung von Kapitalanteilen | 71 |
| h) Weitere Geschäfte | 71 |
| II. Haftungserstreckung auf weitere Personenkreise | 72 |
| 1. Kontrollierende Personen | 72 |
| 2. Die Haftung von Wertpapierfirmen | 74 |
| a) Blau v. Lehman | 74 |
| b) Vorschläge der Special Study | 77 |
| c) Section 16 (d) SEA | 79 |
| III. Erwerb und Veräußerung ganzer Beteiligungen | 81 |
| IV. Geschäfte bei nur zeitweiliger Zugehörigkeit zur Unternehmens- führung | 83 |
| V. Unorthodox Transactions | 84 |
| 1. Ausübung von Wandlungsrechten | 84 |
| 2. Geschäfte mit Bezugsrechten | 86 |
| 3. Erwerb durch Reklassifizierung, Aktiensplitting und Kapital- erhöhung aus Gesellschaftsmitteln | 87 |
| 4. Aktientausch im Rahmen von Fusionen | 88 |
| 5. Besondere Fragen bei öffentlichen Übernahmeangeboten ... | 91 |
| VI. Gewinnermittlung | 95 |
| 1. Berechnungsarten | 95 |
| 2. Berücksichtigung von Dividenden | 97 |
| 3. Gewinnermittlung in besonderen Fällen | 97 |

| | |
|--|------------|
| F. Termingeschäfte | 98 |
| G. Durchsetzungsprobleme | 99 |
| I. Section 16 (a) | 99 |
| II. Section 16 (b) | 100 |
| H. Reform von Section 16 SEA | 103 |
| I. Reformdiskussion | 103 |
| II. Der A.L.I.-Entwurf einer Insider-Regelung | 104 |
| 1. Reform der Meldepflichten | 105 |
| 2. Reform der Gewinnherausgabe | 107 |
| Drittes Kapitel: Rule 10 b-5 | 112 |
| A. Überblick | 112 |
| B. Geltungsbereich | 114 |
| I. Anwendbarkeit von Bundesrecht | 114 |
| II. Verbotsumfang | 114 |
| 1. Täuschungshandlungen..... | 114 |
| 2. Manipulationen | 115 |
| 3. Mismanagement | 115 |
| 4. Sale of Control | 116 |
| III. Täuschungen durch aktives Tun | 117 |
| IV. Täuschungen durch Unterlassen | 117 |
| 1. Mitglieder der Unternehmensführung und Mehrheitsaktionäre | 117 |
| 2. Der Zugangs-Test | 118 |
| 3. Angestellte des Unternehmens | 120 |
| 4. Familienangehörige von Insidern | 121 |
| 5. Unternehmensexterne Kreise | 122 |
| 6. Deputization | 122 |
| 7. Treupflichtenkonflikte | 123 |
| a) Die Situation der institutionellen Anleger | 123 |
| b) Die Merrill Lynch-Entscheidung der SEC | 126 |
| c) Lösungsversuche | 127 |
| 8. Tippees | 130 |
| 9. Informationskontakte mit Anlageberatern | 136 |
| a) Stellungnahmen der SEC und der NYSE | 136 |
| b) Gewinn-Voraussagen | 137 |
| 10. Aiders, Abettors, Conspirators | 139 |
| V. Material Information | 140 |
| 1. Definitionsversuche | 140 |
| 2. Einzelfälle | 145 |
| a) Unvollständige Aufklärung | 145 |
| b) Geschäftsentwicklungen | 145 |
| c) Unternehmensverschmelzungen | 147 |
| d) Öffentliche Übernahmeangebote | 149 |
| e) Marktinformationen | 154 |

| | |
|--|-----|
| C. Ergebnis | 156 |
| D. Auswege | 156 |
| I. Unternehmenspublizität | 156 |
| II. Wahl des Zeitpunktes | 159 |
| III. Geschäfte nach Plan | 160 |
| E. Durchsetzung des Mißbrauchsverbots | 161 |
| I. Möglichkeiten der SEC | 161 |
| 1. Verwaltungsverfahren | 161 |
| 2. Unterlassungsklage | 161 |
| II. Ansprüche Privater | 164 |
| 1. Face-To-Face Transactions | 164 |
| a) Vorsatz | 164 |
| b) Schadensverursachung | 166 |
| c) Beweislast | 168 |
| 2. Open Market Transactions | 168 |
| a) Privity | 168 |
| b) Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc. | 170 |
| c) Class Actions | 171 |
| 3. Rückabwicklung, Schadensersatz, Gewinnherausgabe | 174 |
| F. Der A.L.I.-Entwurf einer anti-fraud Regelung | 176 |
| I. Die Generalklausel | 176 |
| II. Die Insider-Bestimmung | 176 |
| III. Zivilrechtliche Haftung | 180 |

Dritter Teil

Erwägungen zur Übertragbarkeit

| | |
|---------------------------------|-----|
| A. Meldepflichten | 182 |
| B. Beschränkungen | 182 |
| I. Abstrakte Gefährdung | 183 |
| II. Konkrete Gefährdung | 184 |
| C. Mißbrauchsverbot | 186 |
| D. Informationsweitergabe | 189 |
| E. Durchsetzungsfragen | 190 |
| F. Anlegerschutz | 192 |

Abkürzungen

| | |
|-------------------------------------|---|
| A. B. A. J. | = American Bar Association Journal |
| abl. | = ablehnend |
| aff'd | = affirmed |
| aff'g | = affirming |
| AG | = Die Aktiengesellschaft |
| A. L. I. | = American Law Institute |
| A. L. R. | = American Law Reports Annotated |
| App. | = Court of Appeals |
| AWD | = Außenwirtschaftsdienst des Betriebs-Beraters |
| BB | = Der Betriebs-Berater |
| Bd. | = Band |
| Bost. Coll. Ind. & Comm. L. Rev. | = Boston College Industrial and Commercial Law Review |
| Bost. U. L. Rev. | = Boston University Law Review |
| Buff. L. Rev. | = Buffalo Law Review |
| Bus. Law. | = The Business Lawyer |
| Cal. Rptr. | = California Reporter |
| Calif. L. Rev. | = California Law Review |
| CCH. Fed. Sec. L. R. | = Commerce Clearing House, Federal Securities Law Reporter |
| cert. | = certiorari |
| C. F. R. | = Code of Federal Regulations |
| Ch. | = Chapter |
| Cir. | = Circuit |
| Co. | = Company |
| Colum. L. Rev. | = Columbia Law Review |
| Cong. | = Congress |
| Cornell L. Rev. | = Cornell Law Review |
| Corp. | = Corporation |
| Ct. | = Court |
| D. | = District |
| DB | = Der Betrieb |
| Diss. | = Dissertation |
| Doc. | = Document |
| Duke L. J. | = Duke Law Journal |
| ed. | = edition |
| eds. | = editors |
| F. 2d | = Federal Reporter, Second Series |
| F. A. Z. | = Frankfurter Allgemeine Zeitung |
| Fla. | = Florida |
| Fn. | = Fußnote |
| F. R. C. P. | = Federal Rules of Civil Procedure |
| F. R. D. | = Federal Rules Decisions |
| F. Supp. | = Federal Supplement |

| | |
|-----------------------|--|
| Geo. Wash. U. L. Rev. | = George Washington University Law Review |
| Harv. Bus. Rev. | = Harvard Business Review |
| Harv. L. Rev. | = Harvard Law Review |
| How. L. Rev. | = Howard Law Review |
| H. R. | = House of Representatives |
| I. C. L. E. | = Institute of Continuing Legal Education, Ann Arbor |
| I. E. C. L. | = International Encyclopedia of Comparative Law |
| J. | = Judge |
| J. of Law and Econ. | = Journal of Law and Economics |
| JZ | = Juristenzeitung |
| L. W. | = United States Law Week |
| Mich. L. Rev. | = Michigan Law Review |
| Modern L. Rev. | = The Modern Law Review |
| N. C. L. Rev. | = North Carolina Law Review |
| N. D. Cal. | = Northern District California |
| N. E. | = North Eastern Reporter |
| N. E. 2d | = North Eastern Reporter, Second Series |
| N. J. 2d | = New Jersey Reports, Second Series |
| NJW | = Neue Juristische Wochenschrift |
| Notre Dame Law. | = The Notre Dame Lawyer |
| Nw. U. L. Rev. | = Northwestern University Law Review |
| N. Y. | = New York |
| N. Y. S. 2d | = New York Supplement, Second Series |
| N. Y. S. E. | = New York Stock Exchange |
| N. Y. U. L. Rev. | = New York University Law Review |
| p. | = page |
| pp. | = pages |
| P. L. I. | = Practicing Law Institute, New York |
| Probate & Property | = Probate and Property — Section of real property, probate and trust law, American Bar Association |
| Rabels Z. | = Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht |
| repr. | = reprinted |
| Rspr. | = Rechtsprechung |
| S. | = Senate |
| SA | = Securities Act of 1933 |
| SAG | = Die Schweizerische Aktiengesellschaft |
| S. Calif. L. Rev. | = Southern California Law Review |
| S. D. N. Y. | = Southern District of New York |
| S. E. | = South Eastern Reporter |
| SEA | = Securities Exchange Act of 1934 |
| SEC | = Securities and Exchange Commission |
| S. E. C. | = Securities and Exchange Commission, Decisions and Reports |
| Sec. | = Section |
| Secs. | = Sections |
| Sec. L. Rev. | = Securities Law Review |
| Sess. | = Session |
| Stan. L. Rev. | = Stanford Law Review |
| sub nom. | = sub nomine |

| | |
|---------------------|---|
| Supp. | = Supplement |
| Supr. Ct. Rev. | = Supreme Court Review |
| Sw. L. J. | = Southwestern Law Journal |
| Temple L. Q. | = Temple Law Quarterly |
| tent. | = tentative |
| Tex. L. Rev. | = Texas Law Review |
| T. L. R. | = The Law Times Reports |
| Tulane L. Rev. | = Tulane Law Review |
| U. C. L. A. L. Rev. | = University of California at Los Angeles Law Review |
| U. Chi. L. Rev. | = University of Chicago Law Review |
| U. Ill. L. F. | = University of Illinois Law Forum |
| U. M. K. C. L. Rev. | = University of Missouri Kansas City Law Review |
| U. Miami L. Rev. | = University of Miami Law Review |
| U. Pa. L. Rev. | = University of Pennsylvania Law Review |
| U.S. | = United States Reports |
| U. S. C. | = United States Code |
| U. S. C. A. | = United States Code Annotated |
| v. | = versus |
| Va. L. Rev. | = Virginia Law Review |
| Vol. | = Volume |
| Wisc. L. Rev. | = Wisconsin Law Review |
| Yale L. J. | = The Yale Law Journal |
| ZfK | = Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen |
| ZGR | = Zeitschrift für Gesellschaftsrecht |
| ZHR | = Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht |
| ZRP | = Zeitschrift für Rechtspolitik |
| zust. | = zustimmend |

Erster Teil

Insider trading im deutschen Recht

Erstes Kapitel

Einführung

Seit in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts die Industrialisierung und mit ihr der Kapitalbedarf der Unternehmen sich sprunghaft entwickelten, hat es erhebliche Mißstände beim Handel mit Kapitalanteilen zwischen sogenannten „Insidern“ und weniger gut informierten Anlegern gegeben. Überlegungen, diese und andere Mißstände im Zusammenhang mit der Reform des Aktiengesetzes zu beheben, gehen zurück bis ins vorige Jahrhundert¹. Dennoch ist es bislang zu einer gesetzlichen Lösung in Deutschland nicht gekommen, obwohl sich im Rahmen der Reform des Börsengesetzes die Gelegenheit hierzu anbot².

Dagegen kam es in den Vereinigten Staaten von Amerika trotz einer zunächst Anleger-unfreundlichen Common Law-Rechtsprechung³ schon relativ frühzeitig, nämlich im Zuge der Anlegerschutz- und Börsengesetzgebung der Jahre 1933/34, auch zu einer Regelung des Insider-Problems. Gleichzeitig wurde zur Überprüfung der Einhaltung der neuen Gesetzgebung eine Börsenkommission (*Securities and Exchange Commission*, im folgenden: SEC) geschaffen. Die amerikanische Gesetzgebung in Verbindung mit den Ausführungsbestimmungen der SEC stellt auch heute noch die umfassendste, aber auch komplizierteste Regelung des Insider-Problems dar, die von zahlreichen Staaten — teils ganz, teils in ihren Grundzügen — übernommen worden ist⁴.

¹ Vgl. v. *Strombeck*, 37 (1874).

² Das Börsengesetz vom 27. 5. 1908 i. d. F. des Änderungsgesetzes vom 28. 4. 1975 (BGBl. I S. 1013) enthält keine Insider-Vorschrift.

³ Starker Einfluß ging dabei von einer englischen Entscheidung aus dem Jahre 1902 aus, mit der die Klage einiger Aktionäre gegen das Management wegen Verschweigens von Tatsachen im Zusammenhang mit dem Verkauf von Aktien abgewiesen wurde: *Percival v. Wright* (1902), 2 Ch. 421; 18 T. L. R. 697.

⁴ Kaum abgewandelte — wenn auch hinsichtlich ihrer praktischen Bedeutung nicht vergleichbare — Regelungen finden sich z. B. in Japan (*Securities and Exchange Law*, Law No. 25 of 1948).

Am amerikanischen Modell orientieren sich auch Kanada (*Canada Corporations Act 1970*, Sections 98 D [i] 100 - 100.6); Frankreich (*Ordonnance no. 67 -*

Erst im November 1970, mit der Veröffentlichung der ersten Fassung der *Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission beim Bundeswirtschaftsministerium zur Lösung der sogenannten Insider-Probleme* wurde — wenn auch noch etwas zaghaft — zum ersten Mal in Deutschland der Tatsache Rechnung getragen, daß bei Geschäften von Vorstands- und Aufsichtsratsmitgliedern mit Aktien ihrer Unternehmen aufgrund des Informationsvorsprunges Probleme auftauchen können, die mit den allgemeinen Rechtsbehelfen des Zivil-, Börsen- und Strafrechts nicht befriedigend zu lösen sind⁵. Vorausgegangen waren zahlreiche Presseberichte über Spekulationen von Eingeweihten, die einige Fachleute zu der Feststellung veranlaßten, man betrachte die Börse in Deutschland als spekulativen Markt zwischen Eingeweihten⁶.

Selbstverständlich blieb diese Feststellung nicht ohne Widerspruch und selbst von Teilnehmern der Sachverständigenkommission wurden vergangene Mißstände heruntergespielt und statt dessen der präventive Charakter der „Empfehlungen“ betont⁷.

Inzwischen sind diese Empfehlungen überarbeitet worden und liegen in neuer Fassung seit Mai 1976 den Unternehmen zur Annahme vor⁸.

833 du 28 septembre 1967, i. d.F. der loi no. 70 - 1203 du 23 septembre 1970 und décret no. 71 - 615 du 23 juillet 1971; dazu: *Leistner*, AG 1971, 360 und *Meilicke*, DB 1973, 1737; *Will*, AWD 1976, 549; Großbritannien (Companies Act of 1967, Sections 16, 25, 27 - 34; sowie City Code on Takeovers and Mergers, hrsg. von Association of Issuing Houses, 1968 i. d. F. Februar 1972, veröff. i. Palmer's Company Law, 5th Suppl. 1973; vgl. dazu: *Ashe*, New Law Journal 124 (1974), 83 und *ders.*, New Law Journal 123 (1973), 216; *G. M. Morse*, The Journal of Business Law 1973, 118 - 125; *Kay*, 36 The Modern Law Review 185 - 192 (1973), *Leistner*, AG 1974, 377 und *ders.*, AG 1975, 11.); *Prentice*, Current Legal Problems 1975, 83; Schweden (Lag om registrering av aktieinnehav, 26 nov. 1971, S. F. S. Nr. 827; vgl. dazu: *G. Carsten*, AG 1973, 304); zur Insiderregelung im Statut für Europäische Aktiengesellschaften (Art. 82 S. S. E.) vgl. *Hopt / Will*, 140 - 176; *Clement / Fortdran / Müller / Wanske*, AG 1972, 343, 347; allgem.: *Coing*, AG 1975, 120 sowie: *Grossfeld* in IECL Vol. XIII, Ch. 4, pp. 166 - 186.

⁵ Insiderhandels-Richtlinien und Händler- und Beraterregeln sowie die Verfahrensordnung in der Fassung von 1970 sind als Beilage zu ZGesKW, Nr. 24 vom 15. 12. 1970, veröffentlicht.

⁶ Vgl. *Wiedemann*, in FAZ v. 28. 3. 1968 (S. 15); ähnlich auch *Vagts*, 80 Harv. L. Rev. 23, 27 (1966); zu ähnlichen Ergebnissen kommen *Hopt / Will*, S. 19 - 28, nach Auswertung von Pressemeldungen; a. A.: *Claussen*, FAZ v. 3. 5. 1968 (S. 19) und FAZ v. 6. 5. 1968 (S. 16) sowie *Schrempf*, FAZ v. 5. 9. 1968 (S. 14).

⁷ *Bremer*, AG 1971, 55; *Flachmann*, ZfK 1970, 594; a. A. *Beyer-Fehling*, ZfK 1970, 1114; *Hopt / Will*, 19 ff.

⁸ Die Neufassung ist als Sonderdruck erschienen im Bank-Verlag GmbH, Köln 1976, abgedr. und kommentiert bei *Schwark*, Börs. G., Anh. II; vgl. dazu: *Bremer*, AG 1976, 10. Der gegenwärtige Stand der Verbreitung der „Empfehlungen“ läßt sich z. B. anhand der Kurstabelle in der „Börsen-Zeitung“ ablesen. Solange die Notiz über die Annahme der „Empfehlungen“ nicht auch in den Tageszeitungen enthalten ist, darf der mögliche Werbeeffect von Unterwerfungserklärungen nicht überschätzt werden.

Bevor auf die deutsche Rechtslage und die Empfehlungen im einzelnen eingegangen wird, lohnt es sich, dem Einwand nachzugehen, die Verhältnisse in der Bundesrepublik seien so verschieden von denen der übrigen westlichen Industrieländer, insbesondere der Vereinigten Staaten, daß ein Insider-Problem praktisch nicht existiere⁹.

⁹ Vgl. z. B. *Bremer* (AG 1970, 55), der deswegen einer freiwilligen Regelung am ehesten zustimmen möchte, vgl. auch *ders.*, AG 1976, 10; Hinweis auf die Unterschiedlichkeit der Verhältnisse: *Flachmann*, ZfK 1970, 650 (653); krit. dagegen *Schwark*, ZRP 1973, 7.