

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

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.	= Practising 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.