

Modernisierung des japanischen Kapitalmarktrechts

Harald Baum

1. Zur Einführung und zum Nachdruck
2. Regelung der Anlageberatung und Vermögensverwaltung
3. Effektengiroverkehr
4. Verbot des Insiderhandels
5. Transparenzgebot: die „5%-Regel“
6. Öffentliche Übernahmeangebote
7. Resümee

1. ZUR EINFÜHRUNG UND ZUM NACHDRUCK

Der nachfolgende Beitrag zeichnet die Entwicklung des japanischen Kapitalmarktrechts in der zweiten Hälfte der achtziger und Anfang der neunziger Jahre nach, als wichtige Teile teils erstmalig, teils umfassend neu geregelt wurden. Wie kein anderer Bereich des japanischen Rechts sind die Regelungen des japanischen Finanzmarktes im allgemeinen und die des japanischen Kapitalmarktes im besonderen in dieser Zeit Gegenstand zahlreicher Reformen gewesen. Die Stichwörter waren zum einen Liberalisierung und Internationalisierung des Marktes und seiner rechtlichen Struktur¹, zum anderen begann der Schutz der Anleger eine zunehmend größere Rolle zu spielen. Diese Re-Regulierung steht vorliegend im Mittelpunkt der Erörterung. Beispiele hierfür sind insbesondere das Recht der Anlageberatung (nachfolgend 2.), der Effektengiroverkehr (3.), das Verbot des Insiderhandels (4.), das Transparenzgebot für Aktienbesitz (5.) und die Neuregelung des Rechts der öffentlichen Übernahmeangebote (6.). Diese Reformen bildeten die Grundlage für eine zweite große Reform Mitte der neunziger Jahre², an die sich 1997/98 eine dritte weitreichende De- und Re-Regulierung unter der Bezeichnung „Big Bang 2000“ anschloß³.

1 Siehe dazu ausführlich BAUM, Die japanischen Finanzmärkte in den achtziger Jahren: Ein Jahrzehnt der Liberalisierung, Internationalisierung und Gesetzesreformen: WM Sonderbeilage Nr. 4/1989; TROUGHTON, Japanese Finance: The Impact of Deregulation (London 1986); KAIZUKA, Mechanisms of Deregulation and Change in Japan's Financial System, in: FAIR Fact Series, Japan's Financial Markets, Vol. 1 (Tokyo 1987 ff.); MORSCHBACH, Die Liberalisierung der japanischen Finanzmärkte: ZKW 1987, 154 ff.

2 Dazu die Übersicht bei BAUM, Börsen- und Kapitalmarktrecht in Japan, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform: Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung (Stuttgart 1997) 1265 ff.

3 Siehe dazu den Themenschwerpunkt „Reform des japanischen Finanzmarktrechts“ ZJapanR Nr. 4 (1997) 3–42, und dort insbesondere KANDA, Globalization of Financial Markets and Financial Regulation in Japan (9 ff.), sowie BAUM, Struktureller Wandel der Finanzmärkte und regulatorische Herausforderungen: Deutschland und Japan (3 ff.).

Entsprechend der in diesem Sonderheft durchgängig praktizierten Praxis sind die nachfolgenden Ausführungen *nicht* aktualisiert worden, d.h. es ist keine neuere Literatur nachgetragen worden und spätere (geringfügige) Novellierungen der behandelten Rechtsmaterien bleiben unberücksichtigt. Dies tut dem Informationsgehalt indes keinen Abbruch, da ausnahmslos alle wichtigen Teile der beschriebenen Regelungen unverändert weiterhin gelten⁴.

2. REGELUNG DER ANLAGEBERATUNG UND VERMÖGENSVERWALTUNG

Als Antwort auf eine Reihe von Skandalen in den achtziger Jahren hat Japan das Anlageberatungsgeschäft umfassend auf sondergesetzlicher Grundlage geregelt. Am 25. November 1986 trat nach vergleichsweise kurzer Vorbereitung das japanische Anlageberatungsgesetz (ABG), ergänzt durch drei umfängliche Rechtsverordnungen, in Kraft⁵. Innerhalb von anderthalb Jahren, von 1987 bis zum Herbst 1988, wurden 467 Anlageberatungsfirmen zugelassen, darunter 109 in Japan tätige ausländische Finanzinstitute. 127 der Anlageberatungsfirmen erhielten eine zusätzliche Lizenz zur Vermögensverwaltung, unter diesen wiederum 31 ausländische Institute. Der neue Geschäftsbereich hat sich rasch entwickelt, und mit der im Sommer 1989 begonnenen Zulassung der Vermögensverwalter zum Finanzmanagement der betrieblichen Pensionskassen war die erste Phase der Entwicklung abgeschlossen⁶. Das japanische Anlageberatungsgesetz unterscheidet zwischen der schlichten Anlageberatung und der weiterreichenden Vermögensverwaltung. Die Anlageberatung umfaßt die Erteilung von Rat und Auskunft hinsichtlich der Preisanalyse und des Wertes bestimmter Anlageformen auf dem Wertpapiermarkt und darauf aufbauend die zur Investition notwendigen Informationen und Dienstleistungen. Unter Vermögensverwaltung wird die dauernde aktive Verwaltung

4 Die einzige formelle Ausnahme ist die Numerierung derjenigen Artikel des Wertpapierverkehrsgesetzes [*Shôken torihiki-hô*, Gesetz Nr. 25/1948, nachfolgend WVG], die den Insiderhandel betreffen, da diese sich durch eine Teilnovellierung des Gesetzes an anderer Stelle seit dem Jahr 1992 verschoben hat. Art. 190-2 WVG a.F. entspricht nunmehr Art. 166 WVG n.F. und Art. 190-3 WVG a.F. entspricht Art. 167 WVG n.F.

5 *Yûkashôken ni kakaru tôshikomongyô no kisei tô ni kan suru hôritsu* [Gesetz zur Regelung des Anlageberatungsgeschäftes in Wertpapieren], Gesetz Nr. 74 vom 27. Mai 1986; abgedr. in *Hôrei Zensho* 1986, Bd. 5, 98 ff.; Kabinetts(Inkraftsetzungs-)verordnung Nr. 332 vom 28. Oktober 1986; Kabinetts (Durchführungs-)verordnung Nr. 333 vom 28. Oktober 1986 (nachfolgend: KVO), beide abgedr. in *Hôrei Zensho* 1986, Bd. 10, 9 ff.; Ministerialverordnung Nr. 54 des Finanzministeriums vom 31. Oktober 1986 (nachfolgend MVO), abgedr. in *Hôrei Zensho* 1986, Bd. 10, 45 ff.; Gemeinsame Verordnung des Justiz- und Finanzministeriums Nr. 1 vom 31.10.1986 (nachfolgend: GVO), abgedr. in *Hôrei Zensho* 1986, Bd. 10, 42 ff.

6 Siehe ausführlich zur Anlageberatung in Japan SCHAEDE/BAUM, *Tôshikomongyô – Anlageberatung in Japan*: RIW 1989, 704 ff.; NIHON KEIZAI SHINBUNSHA (Hrsg.), *Tôshikomomon* [Anlageberatung] (Tokyo 1986); MATSUMOTO, *Shôken tôshikomongyô hô no gaiyô* [Übersicht über das Anlageberatungsgesetz]: *Shôji Hômu* Nr. 1082 (1986) 9 ff.

des Kapitalvermögens der Kunden nach eigenem Ermessen des Treuhänders verstanden. Zum Zwecke des Anlegerschutzes werden ein Registrierungs- und Zulassungssystem eingeführt und die erforderlichen rechtlichen Grundlagen für die Abwicklung des Geschäftes geschaffen sowie eine ordnungsgemäße Verwaltung und Aufsicht gewährleistet. Ausdrücklich sind in Gesetz und Verordnungen Bestimmungen über ausländische Anlageberater aufgenommen, denen gleicher Marktzugang wie japanischen Unternehmen gewährt wird. Diese Regelung ist angesichts der Schwierigkeiten, die ausländische Finanzinstitute beim Zutritt zum japanischen Finanzmarkt in anderen Bereichen bis in die jüngste Vergangenheit überwinden mußten, keine Selbstverständlichkeit, doch sie erscheint im Zuge der geplanten Reziprozitätsvorbehalte in den verschiedenen Richtlinienentwürfen der EG-Kommission zum Finanzmarktrecht notwendig, wollen nicht japanische Institute künftig den europäischen Markt versperrt finden.

Das neu eingeführte Erfordernis der Registrierung der Anlageberater beim Finanzministerium (Art. 4 ABG) ist einer der Eckpfeiler des Gesetzes. Für die Registrierung muß ein schriftlicher Antrag eingereicht werden, der insbesondere bei juristischen Personen umfangreiche Angaben über Kapitalausstattung, Namen der Hauptaktionäre und leitenden Organe sowie derjenigen Mitarbeiter, die gegenüber den Kunden die Anlageberatung vornehmen sollen, und Art und Weise der geplanten Geschäftsabwicklung erfordert (Art. 5 ABG). Eine Versagung der Registrierung führt im Ergebnis zu einem Verbot, das Anlageberatungsgeschäft aufzunehmen. Eine weitere Neuerung ist die obligatorische Sicherheitsleistung durch den Anlageberater vor Aufnahme der Tätigkeit (Art. 10 Abs. 1 ABG). Durch die Sicherheitsleistung wird Anlegern, die in vertraglichen Beziehungen zu dem betreffenden Anlageberater stehen, im Falle der Insolvenz des Beraters eine vorrangige Befriedigungsmöglichkeit vor anderen Gläubigern geschaffen (Art. 10 Abs. 6 ABG). Anlageberater, die ausschließlich beratend tätig sind, haben für ihre Hauptniederlassung einen Betrag von 5 Mio. Yen bei der nächsten Hinterlegungsstelle (Amtsgericht) zu deponieren; für jede weitere Niederlassung beträgt die Sicherheit 2,5 Mio. Yen. Ausländische Anlageberater ohne Niederlassung in Japan haben 5 Mio. Yen als Sicherheit zu leisten. Wird zusätzlich zur Anlageberatung auch die Vermögensverwaltung betrieben, erhöht sich die Sicherheitsleistung um zusätzliche 20 Mio. Yen für die Haupt- und 10 Mio. Yen für jede weitere Niederlassung. Die Sicherheit kann auch in Form von (japanischen) Staats- oder Kommunalanleihen oder für diesen Zweck genehmigten Industrieobligationen bzw. sonstigen festverzinslichen Wertpapieren geleistet werden.

Neben dem beschriebenen Registrierungsanfordernis und der zu leistenden Sicherheit enthält das Gesetz auch in Bezug auf die Vertragsanbahnung und -abwicklung mit dem Kunden eine Reihe von Vorschriften zum Anlegerschutz. Die wichtigste Bestimmung findet sich in Art. 17 ABG. Der Kunde hat das Recht, innerhalb von 10 Tagen nach Aushändigung der Vertragsunterlagen durch schriftliche Anzeige gegenüber dem Anlageberater von dem Vertrag zurückzutreten (Art. 17 Abs. 1 ABG). Der Rücktritt

wird mit Zeitpunkt der Absendung der Rücktrittserklärung wirksam (Art. 17 Abs. 2 ABG). Für die Zeitspanne bis zur Aufhebung des Vertrages erhält der Anlageberater, wenn noch keine Beratung erfolgt ist, lediglich die allgemeinen Vertragskosten ersetzt; wenn bereits eine Beratung erfolgt ist, erhält er ein Teilhonorar in Relation zum Umfang der bereits erfolgten Beratung. War ein zeitbezogenes Honorar vereinbart, erhält der Berater eine anteilige Vergütung entsprechend der Laufzeit des Vertrages (Art. 17 Abs. 3 ABG). Hat der Anlageberater bereits das gesamte Honorar erhalten, muß er die Differenz zwischen diesem und der sich aus Vorstehendem ergebenden reduzierten Honorarforderung zurückzahlen (Art. 17 Abs. 4 ABG). Entgegenstehende Vereinbarungen, die das Rücktrittsrecht einschränken oder erschweren, sind nichtig (Art. 17 Abs. 5 ABG). Mit Vertragsschluß ist dem Kunden eine Vertragsurkunde auszuhändigen, die unter anderem Angaben über das Honorar, den Zeitpunkt der Fälligkeit, Inhalt und Methode der Beratung enthalten muß (Art. 15 ABG). Der Kunde ist ferner ausdrücklich auf sein Recht auf Befriedigung aus der Sicherheit sowie auf das gesetzliche Rücktrittsrecht hinzuweisen. Bei Vertragsanbahnung darf der Anlageberater den Kunden keine Kompensation für künftige Verluste versprechen, insbesondere keine branchenunüblichen Vorteile anbieten (Art. 23 ABG). Die Gebühren der Anlageberater sind erfolgsunabhängig und belaufen sich je nach Art der Dienstleistung und abhängig von dem jeweiligen Berater auf 0,1 % bis 0,7 % des Geschäftsvolumens.

Eine Vermögensverwaltung durch Personen, die zugleich mit der Erarbeitung von Anlageempfehlungen betraut sind, darf nur erfolgen, wenn diese zuvor eine besondere Zulassung gemäß Art. 24 AGB erhalten haben oder es sich um Finanzinstitute handelt, die eine Genehmigung aufgrund anderer Gesetze erhalten haben, wie etwa Treuhandbanken oder Investmentfonds (Art. 3 ABG). Während die Registrierung als Anlageberater keinen strengen Regeln unterworfen ist, erteilt das Finanzministerium eine Lizenz zur Vermögensverwaltung nur nach einer strengen Prüfung und bei Erfüllung einer Reihe von Auflagen. Eine Lizenz können nur Aktiengesellschaften japanischen Rechts oder juristische Personen ausländischen Rechts, die eine vergleichbare Rechtspersönlichkeit aufweisen und eine Niederlassung in Japan haben, erhalten. Darüber hinaus muß der Antragsteller über ein Grundkapital und Reinvermögen von jeweils mindestens 100 Mio. Yen verfügen und es hat die begründete Aussicht zu bestehen, daß in den auf die Zulassung folgenden drei Geschäftsjahren positive Bilanzen und ein kontraktiertes Kundenkapital von 20 Milliarden Yen erreicht werden können. Das Unternehmen muß hohe Bonität genießen und erfahrenes Personal zur Verfügung stellen. Der Vermögensverwalter hat ferner von der Muttergesellschaft finanziell unabhängig zu sein (Artt. 25, 27 ABG).

3. EFFEKTENGIROVERKEHR

Am 14. November 1984 trat das Depot- und Effekten giroverkehrs-gesetz (DEVG) in Kraft⁷, das die gesetzliche Grundlage für die Abwicklung des künftigen Effekten giroverkehrs durch den im Mai 1985 in Form einer rechtsfähigen Stiftung zugelassenen zentralen Sammelverwahrer *Japan Securities Depository Center* (JASDEC) bildet, der im Oktober 1991 seine Tätigkeit aufnehmen wird⁸. Japan hat sich für eine Abwicklungsmethode entschieden, wie sie auch in anderen westlichen Industrienationen üblich ist, so etwa seit längerem in der Bundesrepublik Deutschland oder in Anfang der neunziger Jahre revidierter Fassung in Italien.

Die neue Regelung soll die Schwachstellen des bisherigen Systems beseitigen, namentlich die Probleme, die sich aus dem Spannungsverhältnis zwischen der Sammelverwahrung einerseits und der durch die überwiegende Ausgabe von Namensaktien in Japan erforderlich werdende Aktualisierung der Aktienbücher andererseits ergeben. Der japanische Gesetzgeber hat in den Artt. 29 ff. DEVG als Lösung eine Teilübertragung der mit der Inhaberschaft der Aktien verbundenen Rechte auf JASDEC gewählt, mit der Folge, daß bei sammelverwahrten Aktien künftig ein „nomineller“ Aktionär (JASDEC) und ein „materiell berechtigter“ Aktionär (der Hinterleger) unterschiedliche Rechte ausüben können. Auf diese Weise soll einerseits die erforderliche Praktikabilität und andererseits eine hinreichende Transparenz trotz Umschreibung der Aktien auf JASDEC erreicht werden. Eine umfassende Treuhänderstellung des Sammelverwahrers wird nicht begründet, JASDEC wird lediglich Verwahrer, ähnlich den als Wertpapiersammelverwahrern fungierenden hiesigen Kassenvereinen. Das Gesetz soll die bislang bestehende Rechtsunsicherheit beseitigen, indem nunmehr ausdrücklich eine Miteigentümerschaft der Hinterleger nach Bruchteilen an dem Sammelbestand statuiert wird (Artt. 23, 24 DEVG).

Teilnehmer (*sankasha*) an dem Verwahr- und Girossystem können nur bestimmte institutionelle Zwischenverwahrer sein, namentlich Wertpapierhäuser (*shôken kaisha*) und Banken – Japan hält derzeit noch am Trennbanksystem fest. Die Teilnahme an dem System ist nicht obligatorisch und sowohl die Zustimmung des Hinterlegers als auch diejenige des Emittenten der zur Sammelverwahrung bestimmten Wertpapiere ist erforderlich (Artt. 5, 14 DEVG). Zwischen dem Hinterleger und JASDEC besteht, wie international üblich, keine unmittelbare Rechtsbeziehung. Der Kunde hinterlegt vielmehr

7 *Kabuken tô no hokan oyobi furikae ni kansuru hôritsu*, Gesetz Nr. 30 vom 15. Mai. 1984, abgedr. in *Hôrei Zensho* 5, 1984, 34 ff.

8 Ausführlich zur Neuregelung KAWAMOTO, *Chûshaku kaisha hô* [Kommentar zum Gesellschaftsrecht], Bd. 4 *Kabushiki* [Aktien], 2. HB. (2. Aufl. 1986) 267 ff.; DERS., Das neue japanische Gesetz von 1984 über das Girosammeldepot: *RabelsZ* 49 (1985) 205 ff.; BAUM, Die Neugestaltung von Wertpapiersammelverwahrung und Effekten giroverkehr in Japan: *WM* 1988, 357 ff. m.w.N.; HANZAWA, *Shôken hokan furikae jigyô no dankaiteki jisshi keikaku* [Der Plan einer stufenweisen Durchführung von Wertpapiersammelverwahrung und Effekten giroverkehr]: *Shôji Hômu* Nr. 1176 (1989) 2 ff.

seine Papiere bei einem der Teilnehmer als Zwischenverwahrer, der seinerseits die Weiterleitung an den zentralen Sammelverwahrer vornimmt. Der Teilnehmer legt ein Kontobuch für seinen hinterlegenden Kunden an, aus dem sich dessen Name und Anschrift, der Emittent sowie Zahl und Art der zum Depot bei JASDEC bestimmten Wertpapiere ergeben (§ 15 DEVG). JASDEC wiederum legt ein entsprechendes Kontobuch für den Teilnehmer an, aus dem insbesondere ersichtlich sein muß, in welchem Umfang die hinterlegten Wertpapiere im Eigentum des Teilnehmers stehen oder von diesem lediglich für den Kunden deponiert worden sind (§ 17 DEVG). Im Falle eines Verlustes von hinterlegten Wertpapieren haften JASDEC und Teilnehmer dem Kunden gegenüber gemeinschaftlich (Art. 25 DEVG).

Eine Übertragung von Aktien auf Dritte erfolgt durch Umbuchung. Als Eigentümer einer bestimmten Zahl von Wertpapieren gilt derjenige, zu dessen Gunsten eine entsprechende Eintragung im jeweiligen Kontobuch besteht (Art. 27 Abs. 1 DEVG). Die Eintragung der Übertragung hat dieselbe Wirkung wie eine Übergabe der Wertpapiere (Art. 27 Abs. 2 DEVG). Ein gutgläubiger Erwerb ist auf diese Weise möglich.

4. VERBOT DES INSIDERHANDELS

In Japan hat sich Ende der achtziger Jahre nach Bekanntwerden einer Reihe von Insider-skandalen die Einsicht durchgesetzt, daß im Interesse des Rufes von Tokyo als internationalem Finanzplatz legislative Konsequenzen zu ziehen seien und die Chancengleichheit der Anleger zu verbessern sei. Akuten Handlungsbedarf sah das japanische Finanzministerium nach Bekanntwerden des Insiderskandals um das Unternehmen *Tateho Kagaku Kôgyô KK*. Im Jahr 1987 hatte *Tateho*, ein japanischer Magnesiumproduzent, aufgrund von fehlgeschlagenen Termingeschäften mit Staatsanleihen einen Verlust von rund 23 Mrd. ¥ hinnehmen müssen. Einen Tag vor der offiziellen Bekanntgabe des gewaltigen Defizits stieß die Hauptgläubigerbank alle von ihr gehaltenen Aktien des Unternehmens ab und kam so der sich innerhalb weniger Tage anschließenden Halbierung des Kurswertes der *Tateho*-Aktien zuvor. Trotz des Vorliegens erheblicher Verdachtsmomente gelang es nicht, die Bank wegen dieses Verhaltens straf- oder zivilrechtlich zur Verantwortung zu ziehen, da dem zu diesem Zeitpunkt geltenden Recht eine spezielle Vorschrift zur Unterbindung von Insidergeschäften fehlte. Lediglich bestimmte betrügerische Praktiken im Zusammenhang mit dem Handel von Wertpapieren waren unter Strafe gestellt (Artt. 58, 197 WVG a.F.⁹), unter die jedoch nach allgemeiner Ansicht nicht die typischen Fälle des Insiderhandels fielen. Diese Gesetzeslücke entsprach der in Japan häufig zu hörenden Ansicht, daß Anlageentscheidungen auf der Grundlage von Insiderwissen eigentlich nicht als verwerflich anzusehen, sondern vielmehr Teil einer geschickten Anlagestrategie seien. Das Finanzministerium

9 Zur neuen Zählung im WVG oben Fn. 4.

erkannte die Zeichen der Stunde und setzte unverzüglich nach Bekanntwerden der Vorfälle um *Tateho* eine Expertenkommission ein, deren Bericht die Grundlage für eine Teilreform des Wertpapierverkehrsgesetzes bildete, die das Parlament am 25. Mai 1988 verabschiedete.

Das Reformgesetz¹⁰ ist in Teilen zum 1. Oktober 1988 und im übrigen zum 1. April 1989 in Kraft getreten¹¹. Als Reaktion auf die bisherige unscharfe Bestimmung in Art. 58 WVG a.F. ist das Gesetz durch einen weitgehenden Verzicht auf Generalklauseln gekennzeichnet, an deren Stelle kasuistische Auflistungen Personen, Wertpapiere und Informationen benennen, die unter die Verbotsnormen fallen. Die zentrale Vorschrift der Reform ist Art. 190-2 WVG a.F., der den Insiderhandel nunmehr unter Strafe stellt. Ein verbotenes Insidergeschäft liegt danach – zusammengefaßt – dann vor, wenn Personen, die in bestimmten, näher definierten vertraglichen oder gesetzlichen Beziehungen zu einem Unternehmen stehen oder innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate standen, aufgrund ihrer Stellung in oder zum Unternehmen auf bestimmte Weise näher definierte wichtige Informationen erhalten haben, mit Aktien oder anderen Papieren des betreffenden Unternehmens bevor diese Informationen allgemein zugänglich waren, gehandelt haben. Über Art. 154 WVG a.F. sind zudem die Untersuchungsbefugnisse des Finanzministeriums erweitert worden, und Art. 188 WVG a.F. hat eine Meldepflicht für Geschäfte eingeführt, die von Großaktionären oder leitenden Mitarbeitern mit Aktien ihres Unternehmens getätigt werden. Liegt ein Insidergeschäft vor, so ist der Gewinn aus diesem Geschäft an die Gesellschaft abzuführen. Geschieht dies nicht innerhalb von 30 Tagen, steht den Aktionären das Recht zu, auf Gewinnabführung zu klagen.

„Insider“ sind entsprechend dem Gesetzeskatalog leitende Organe, Mitarbeiter und Großaktionäre des jeweiligen Unternehmens; „Quasi-Insider“ sind Dritte, die aufgrund von gesetzlichen Einsichtsrechten oder vertraglichen Beziehungen Kenntnisse über Betriebsinterna haben. Eine dritte Kategorie bilden die Empfänger von Informationen, die sie von den beiden vorgenannten Personengruppen erhalten haben. Zu den Insiderinformationen zählen unter anderem Kenntnisse über bevorstehende Veränderungen des Kapitals, über geplante Fusionen oder die Einführung neuer Produkte ebenso wie das Wissen um eingetretene, aber noch nicht bekanntgegebene Verluste. Wenn auch im

10 *Shôken torihiki-hô no ichibu o kaiseisuru hôritsu*, abgek. *Naibusha torihiki hô*, (Gesetz über eine Teilreform des WVG) Gesetz Nr. 75 vom 31. Mai 1988; abgedr. in *Shôji Hômu* 1988, Nr. 1143, 7 ff.

11 Siehe dazu KANZAKI/EGASHIRA/MATSUKAWA/TAKENAKA, *Zadankai, naibusha torihiki kisei no genjô to kadai* [Symposium zur gegenwärtigen Lage und Aufgabe von Insiderregeln]: *Shôji Hômu* Nr. 1119 (1987) 4 ff.; BAUM, *The Japanese Capital Markets – New Legislation, Law in Japan* 1989, 20 ff.; DERS. (Fn. 1) 18 f.; HAYAKAWA, *Neue Maßnahmen gegen das Insidertrading in Japan*: *RabelsZ* 54 (1990) 269 ff.; SMITH (Fn. 3) 99-003 ff.; SHIMADA/ROSE, *Japan's New Penal Provisions Concerning Insider Trading*: *Butterworths Journ. Int. Bank. Fin. L.* 1988, 462 ff.; WHITENER, *Japan Tackles Insider Trading*: *Int. Fin. L. Rev.* 1988, 15 ff.

Einzelfall unterschiedlich geregelt, so ist doch grundsätzlich Voraussetzung, daß es sich um Informationen über Vorgänge handelt, denen besondere Bedeutung im Hinblick auf die Ertragssituation des Unternehmens zukommt und die damit auch Einfluß auf den Kurs der Aktien des Unternehmens haben.

Das Gesetz weist einige Schwachstellen auf. Trotz der ausgefeilten Kasuistik des Gesetzes ergeben sich im Einzelfall erhebliche Abgrenzungsprobleme. Dies zeigt sich am Beispiel der Einführung neuer Produkte. Versprechen diese zu einer Verkaufssteigerung von mehr als 10 % innerhalb der ersten drei Jahre nach ihrer Einführung zu führen, hat das Unternehmen die Produkteinführung öffentlich bekannt zu machen, andernfalls wären Aktienkäufe durch Mitarbeiter als verbotenes Insidergeschäft zu qualifizieren. Die Schwierigkeit liegt darin, im voraus abzuschätzen, in welchem Umfang der Verbraucher das Produkt künftig annehmen wird. Ein anderes Problem stellt sich auf der Empfängerseite von Insiderinformationen anläßlich der Frage nach der Abgrenzung des relevanten Personenkreises. Zwar sind die unmittelbaren Empfänger von relevanten Informationen, die sie von Insidern erhalten haben, an deren Verwertung gehindert. Soweit ersichtlich, ist es jedoch Dritten, die diese Informationen wiederum von den Empfängern erhalten haben, nicht untersagt, daraus Nutzen zu schlagen, der sogenannte „Kettentip“ wird also nicht erfaßt. Eine dritte Schwierigkeit, die Zweifel an dem Erfolg der Gesetzesreform aufkommen läßt, liegt in der vergleichsweise geringen Strafan drohung des Gesetzes. Angesicht der Möglichkeit, große Gewinne erzielen zu können, erscheinen die Androhung einer Geldstrafe von maximal 500. 000 ¥ (ca. DM 6000) und einer Gefängnisstrafe von höchstens sechs Monaten als nicht ausreichend. Nicht ohne Grund, wenn auch erst nach langer Diskussion, haben die USA das Strafmaß für den einzelnen Täter auf bis zu zehn Jahren Gefängnis bzw. 1 Mio. \$ erhöht; die schweizerische Strafnorm sieht für den unternehmensangehörigen Insider Gefängnis bis zu drei Jahren und eine Geldstrafe bis zu 40.000 SFR vor, im Falle eines gewinnsüchtigen Handelns sogar in unbegrenzter Höhe. Entsprechend diesen Schwierigkeiten haben die neuen japanischen Bestimmungen bislang eine recht unterschiedliche Bewertung erfahren. Einerseits wird von einem historischen Wendepunkt gesprochen, andererseits sind Zweifel zu hören, ob sich durch die Reform überhaupt grundsätzlich etwas ändert.

5. TRANSPARENZGEBOT: DIE „5%-REGEL“

Mit der Schaffung größerer Transparenz am Kapitalmarkt unternahm Japan den Versuch, der verbreiteten Praxis des „greenmailing“ oder „stock-cornering“ Einhalt zu gebieten¹². Hierunter wird ein Erwerb von Aktien zu erpresserischen Zwecken verstanden, der darauf zielt, den Emittenten zu zwingen, die Aktien zu einem überhöhten Kurs

12 Siehe dazu eingehend KAWAMOTO, The 5 % Rule and its Real Implications, CaMRI Rev. October/1990, 20 ff.

durch befreundete Dritte zurückkaufen zu lassen¹³. Zu diesem Zweck wurde ein für den japanischen Kapitalmarkt neues „disclosure“-Erfordernis, die sogenannte „5%-Regel“ eingeführt (Art. 27-23 bis 27-30 WVG)¹⁴. Seit dem 1. Dezember 1990 gilt eine im Gesetz und den ergänzenden Rechtsverordnungen detailliert geregelte Berichtspflicht, die im Kern Personen oder Unternehmen trifft, die – sei es im eigenen, sei es im fremden Namen – mehr als fünf Prozent der ausgegebenen Aktien, Wandelschuldverschreibungen etc. von Gesellschaften erwerben oder bereits halten, wenn deren Papiere an einer Börse notiert oder im Over-the-Counter-Handel registriert sind (Art. 27-23 WVG). Erfasst werden auch Investmentfonds und Anlageberater, soweit sie die Befugnis haben, das Stimmrecht für die von ihnen verwalteten Papiere auszuüben. Erfolgt ein Erwerb in Abstimmung mit einem oder mehreren anderen Aktionären oder bestehen zwischen Aktionären Vereinbarungen über die Ausübung des Stimmrechtes, werden die Anteile der betreffenden Personen bei der Berechnung des Besitzanteiles als gemeinschaftliche Investition zusammengezählt. Gleiches gilt für einen Erwerb durch Unternehmen, die miteinander durch Aktienbesitz verflochten sind, oder durch in enger verwandschaftlicher Beziehung stehende natürliche Personen.

Der Bericht ist in schriftlicher Fassung innerhalb von fünf Werktagen ab dem Tag, an dem erstmals ein Besitzanteil von fünf Prozent überschritten wird, beim Finanzministerium einzureichen. Kopien des Berichtes sind unverzüglich an den Emittenten und, im Falle, daß es sich um börsennotierte Papiere handelt, an die betreffenden Börsen, andernfalls an die für die Registrierung im Freiverkehr verantwortliche Organisation, den Verband der Japanischen Wertpapierhändler, zu übermitteln (Art. 27-27 WVG). Nachfolgende Änderungen des Aktienbesitzes in der Größenordnung von mehr als einem Prozent der ausgegebenen Aktien sind dem Ministerium unter Übermittlung von Abschriften an Börse bzw. Verband und Unternehmen ebenfalls innerhalb von fünf Tagen mitzuteilen (Art. 27-25 WVG). Für Banken, Wertpapierhäuser und Investmentfonds, die ohne die Absicht, Einfluß auf die Geschäftsführung des Emittenten nehmen zu wollen, lediglich ein passives Investment getätigt haben, gelten Ausnahmeregeln (Art. 27-26 WVG).

Für den Bericht an das Finanzministerium sind unterschiedliche Formulare geschaffen worden, die in den verschiedenen Fällen jeweils eine standardisierte Meldung ermöglichen¹⁵. Neben Namen und Anschrift des Großaktionärs sind Zahl und Art der gehaltenen Aktien anzugeben, wie auch über Art und Weise der Finanzierung eines Erwerbs Auskunft zu geben ist (Art. 27-23 Abs. 1 WVG). Dies gilt insbesondere für den Fall eines fremdfinanzierten Erwerbes, in dem alle entsprechenden Vereinbarungen

13 In Japan ist den Emittenten der Rückkauf eigener Aktien untersagt, Art. 210 HG.

14 Gesetz Nr. 63/1990 i.V.m. Kabinettsverordnung Nr. 316/1990 und Kabinettsverordnung Nr. 317/1990 (Fn. 13) und Ministerialverordnung (MoF) Nr. 216 vom 20.11.1990, abgedr. in Shôji Hômu Nr. 1233 (1990) 4 ff.

15 Abgedruckt in der Ministerialverordnung (vorige Note).

offenzulegen sind. Ferner ist der Zweck des Erwerbs mitzuteilen – bloßes passives Investment oder Einfluß auf bzw. Kontrolle des Managements? – und weitere Käufe oder Verkäufe von Aktien, Wandelschuldverschreibungen etc. des betreffenden Unternehmens innerhalb der vorangehenden 60 Tage. Für Aktien, die von Banken oder Wertpapierhäusern gehalten werden, sind vereinfachte Formulare geschaffen worden. Die Nichteinreichung eines Berichtes oder die Vorlage eines fehlerhaften kann mit Gefängnisstrafe bis zu einem Jahr oder Geldstrafe bis zu einer Million Yen belegt werden (Art. 198 Nr. 3, 4 WVG).

6. ÖFFENTLICHE ÜBERNAHMEANGEBOTE

Zusammen mit der Einführung der vorstehend beschriebenen Berichtspflicht für Großaktionäre wurden im Jahr 1990 auch die Regeln für öffentliche Übernahmeangebote neu gestaltet und wesentlich erweitert (Artt. 27-2 bis 27-22 WVG¹⁶). Die jetzige, im Prinzip übernahmefreundlichere Regelung sollte nicht darüber hinwegtäuschen, daß es in Japan – ähnlich wie in Deutschland, wenn auch aus anderen Gründen – keinen Markt für, insbesondere feindliche, Unternehmensübernahmen anglo-amerikanischer Prägung gibt, was verschiedene, überwiegend außerrechtliche Ursachen hat, auf die im vorliegenden Kontext nicht eingegangen werden kann¹⁷. Die neuen Regeln entfalten für die Praxis jedoch durchaus Relevanz; so können sie etwa bei Umstrukturierungen im Hinblick auf in Japan ansässige Tochtergesellschaften oder Übernahmen ehemaliger Joint-Venture Gesellschaften anzuwenden sein¹⁸.

Vereinfacht ausgedrückt müssen zwei Voraussetzungen gegeben sein, um die Artt. 27-2 ff. WVG eingreifen und damit die Abgabe eines öffentlichen Übernahme-

16 In Verbindung mit der Ministerialverordnung Nr. 38/1990 und der durch die Kabinettsverordnung Nr. 317/1990 reformierten Durchführungsverordnung zum WVG.

17 Siehe dazu etwa BEITER, *Emerging Trends in the Japanese Markets for Corporate Control*: N. Y. U., *Occasional Papers in Business and Finance*, Nr. 10/1991; CRABB, *The Reality of Extralegal Barriers to Mergers and Acquisitions in Japan*: *Int. Lawyer* 1987, 97 ff.; FAIR (Hrsg.), *A Perspective on Japan's Merger & Acquisition from an International Viewpoint* (Tokyo 1990); JANOW, *Mergers and Acquisitions in Japan. A New Option for Foreign Companies?*: *Colum. J. Transnat. L.*, 1988, 573 ff.; MISAWA, *Merger and Acquisition Activities in Japan, the Present and the Future*: *Vand. J. Trans. L.* 1986, 785 ff.; MURAMATSU, *Prying Open the Japanese Market, Tender Offers and the Legal System in Japan*: *Loy. L. A. Int. & Comp. L. J.* 1989, 579 ff.; NISHIMURA, *Corporate Acquisitions in Japan*: *Sophia University Institute of Comparative Culture/Business Series/ Bull. Nr. 121* (1988).

18 Das erste öffentliche Übernahmeangebot nach den neuen Regeln erfolgte denn auch von der japanischen Tochtergesellschaft *Gaderiusu* des Schweizer Konzerns *Asea Brown Boveri (ABB)* im Februar 1991. Das Übernahmeangebot wurde in der *NIHON KEIZAI SHINBUN* v. 28.2.1991, 6, in einem ganzseitigen Abdruck veröffentlicht.

angebotes erforderlich werden zu lassen¹⁹: Der Käufer muß fünf (oder mehr) Prozent der Aktien, Wandelschuldverschreibungen usw. einer Gesellschaft außerhalb der Börse oder des Freiverkehrs zu erwerben suchen, die verpflichtet ist, die fraglichen Papiere beim Finanzministerium registrieren zu lassen (Art. 27-2 I Nr. 3 WVG). Ausnahmen bestehen für (Paket)käufe von einzelnen Aktionären, die im Einzelfall ausgehandelt werden und ein Drittel der ausgegebenen Aktien etc. nicht übersteigen (Art. 27-2 I Nr. 4 WVG). Die Besitzanteile von Personen, die in einer „besonderen“ Beziehung zueinander stehen, sind bei der Berechnung der Schwelle, die eine Angebotspflicht auslöst, zusammenzurechnen. Eine derartige besondere Beziehung wird insbesondere angenommen, wenn bestimmte Beteiligungsverhältnisse zwischen dem Erwerber und einem dritten Unternehmen bestehen, das ebenfalls Aktien des Zielunternehmens besitzt.

Liegen die Voraussetzungen eines öffentlichen Angebotes im Sinne von Art. 27-2 I WVG vor, ist das Angebot am Tag seiner Abgabe zum einen in einer japanischen Tageszeitung²⁰ zu veröffentlichen, und zum anderen dem Finanzministerium zwecks Registrierung bekanntzugeben; ferner sind der Börse bzw. dem Verband der Wertpapierhändler wie auch dem Zielunternehmen unverzüglich Kopien der Anmeldung zu übermitteln (Art. 27-3 WVG). Zugleich ist eine Informationsbroschüre zu erstellen, die im wesentlichen die Angaben für die Registrierung enthält, und den Verkaufsinteressenten zu übermitteln ist (Art. 27-9 WVG).

In der Anmeldung beim Finanzministerium sind alle Einzelheiten des Angebotes, namentlich Kaufpreis, Zahl der zu erwerbenden Aktien, Laufzeit des Angebotes, Bedingungen der Abwicklung wie auch Angaben zum Erwerber, aufzunehmen. Das Angebot muß mindestens 20 Tage und darf längstens 60 Tage gültig bleiben. Änderungen des Angebotes während seiner Laufzeit sind unverzüglich zu veröffentlichen; eine Herabsetzung des Kaufpreises, der Zahl der zu erwerbenden Aktien oder eine Verkürzung der Laufzeit des Angebotes sind jedoch unzulässig (Art. 27-6 WVG). Wird der Preis dagegen erhöht, ist dieser Preis an alle verkaufenden Aktionäre zu zahlen. Während der Laufzeit sind zusätzliche Aktienkäufe außerhalb des öffentlichen Angebotes (in der Regel) untersagt (Art. 27-5 WVG). Erfolgen gleichwohl derartige Käufe, haben die Aktionäre, die zu den Bedingungen des öffentlichen Angebotes gekauft haben, einen Schadensersatzanspruch gegenüber dem Erwerber in Höhe der Preisdifferenz (Art. 27-17 WVG).

19 Für Einzelheiten der nicht gerade besonders klar gefaßten Regelungen in den 20 einschlägigen Artikeln des WVG und den ergänzenden Rechtsverordnungen (Fn. 16) mit über 60 Artikeln, auf die im Gesetz laufend Bezug genommen wird, sei auf die Darstellung von KANÔ, *Kigyô baishû no jitsumuteki kentô* [Eine Untersuchung über die Praxis der Unternehmensübernahmen] 31 Teilbeiträge in: Shôji Hômu Nr. 1145 bis Nr. 1185 (1989) verwiesen; siehe ferner auch MACANENEY, *The Legal Framework for Acquisitions in Japan – Takeovers and Taboo*: N. Y. L. Sch. J. Int. & Comp. L. 1991, 447 ff.

20 Nach Maßgabe des Finanzministeriums in der *Nihon Keizai Shinbun*.

Der Erwerber kann sein Angebot nur in Ausnahmefällen zurückziehen, und das auch nur dann, wenn er bei der Anmeldung bereits auf diese Möglichkeit hingewiesen hat (Art. 27-11 WVG). Aktionäre, die das Kaufangebot angenommen haben, können dagegen jederzeit während der Laufzeit vom Verkauf zurücktreten, ohne daß ihnen daraus irgendwelche Nachteile erwachsen dürfen (Art. 27-12 WVG). Nach Ablauf der Laufzeit ist ein Ergebnisbericht zu veröffentlichen und beim Finanzministerium einzureichen.

Soll ein öffentliches Übernahmeangebot aus dem Ausland erfolgen, ist zum einen ein Repräsentant in Japan zu bestellen, der für alle im Zusammenhang mit dem Angebot anfallenden Rechtsgeschäfte Vollmacht haben muß, die gegenüber dem Finanzministerium nachzuweisen ist²¹, zum anderen ist für die Verwahrung (ggfs. auch Rückgabe) der übernommenen Aktien und die Zahlung ein in Japan zugelassenes Wertpapierhaus einzuschalten, bei dem es sich auch um eine entsprechend lizenzierte Wertpapiertochter eines ausländischen Finanzinstituts handeln kann, und drittens sind die außenwirtschaftsrechtlichen Meldepflichten gegenüber dem Finanzministerium zu beachten.

Personen, die Aktionäre durch irreführende Angaben zum Verkauf animieren, sind zum Ersatz des dadurch entstandenen Schadens verpflichtet (Art. 27-19 WVG). Die Sanktionen für Verstöße gegen die Übernahmeregelungen fallen unterschiedlich aus; maximal kann eine Gefängnisstrafe bis zu einem Jahr und/oder Geldstrafe bis zu 1 Mio. Yen (umgerechnet ca. 12.000 DM) verhängt werden (Art. 198 Nr. 3, 4 WVG).

7. RESÜMEE

Die vorgestellten Regelungen stehen sämtlich im unmittelbaren Zusammenhang mit dem rapiden Wachstum des japanischen Kapitalmarktes und tragen der damit verbundenen Internationalisierung Rechnung, wenn auch in unterschiedlichem und vielleicht noch nicht immer ausreichendem Maße. Es fällt auf, daß der japanische Reformgesetzgeber weitgehend auf international gebräuchliche Lösungsmodelle zurückgegriffen hat. Japan folgt damit der weltweit im Zusammenhang mit der Globalisierung der Finanzmärkte zu beobachtenden Tendenz einer Angleichung der Marktordnungen. Die eingangs erwähnte weitere regulatorische Entwicklung in den neunziger Jahren hat gezeigt, daß dieser Trend sich fortgesetzt und sogar noch verstärkt hat.

Anmerkung der Redaktion: der Beitrag wurde erstmals in Heft Nr. 2/1989 u. Nr. 5/1991 der MITTEILUNGEN veröffentlicht.

21 Artt. 11, 13 der Ministerialverordnung 38/1990.