

Japan auf dem Weg vom „Insiderparadies“ zu einer effektiven Regulierung des Insiderhandels

Markus Thier*

- I. Einleitung
- II. Historische Entwicklung und Effektivitätsdefizit
 - 1. Rezeption des US-amerikanischen Rechts und Entwicklung nach 1945
 - 2. Mangelnde Effektivität der Insiderregeln im japanischen Kontext
 - 3. Reform des Insiderrechts vor dem Hintergrund von Wirtschaftskrise und regulatorischem Wandel
- III. Grundstruktur der gegenwärtigen Insiderregelung
 - 1. Komplexität der Regelungsstruktur
 - 2. Das generelle Verbot unrechtmäßigen Marktverhaltens
 - 3. Die speziellen Insiderregelungen der Artt. 166, 167 FBG
 - 4. Insiderhandelsverbot bei Informationsweitergabe und Verleiten zum Handel
- IV. Verfolgung und Sanktionierung von Insiderhandel
- V. Schlussbetrachtung

I. EINLEITUNG

Im Allgemeinen wird unter Insiderhandel die Verwertung nicht allgemein zugänglicher, kursrelevanter Informationen im Wertpapierhandel verstanden.¹ Ziel des Insiderhandelsverbots ist es, das Ausnutzen eines solchen Sonderwissens einiger weniger Marktteilnehmer zu unterbinden.² Das japanische Recht des Insiderhandels stellt, obwohl es in jüngerer Zeit enorm an praktischer Bedeutung, aber auch an akademischer Aufmerksamkeit in Japan gewonnen hat,³ ein in westlicher Sprache bislang wenig erschlossenes

* Dr. jur., M.A. (Japanologie), Rechtsanwalt in der Kanzlei Blumenthal & Partner GbR in Bad Homburg v.d. Höhe.

1 Zum deutschen Recht etwa F. KÜBLER/H.-D. ASSMANN, Gesellschaftsrecht: Die privatrechtlichen Ordnungsstrukturen und Regulierungsprobleme von Verbänden und Unternehmen (6. Aufl., Heidelberg u. a. 2006) 478.

2 E. SCHWARK/D. ZIMMER, Kapitalmarktrechts-Kommentar (4. Aufl., München 2010) vor § 12 WpHG Rn. 1 ff. (Schwark/Zimmer); B. GRUNEWALD/M. SCHLITT, Einführung in das Kapitalmarktrecht (München 2007) 273 ff.

3 Einen Überblick zur Diskussion im japanischen Schrifttum bietet N. MATSUO, *Fu-kōsei torihiki kisei no shikō 5-nen no kiseki to tenbō* [Spuren von fünf Jahren Regulierung unfairer Wertpapierhandels und Ausblick], in: *Jurisuto* 1444 (2012) 44 ff. Siehe auch eine Stellungnahme des japanischen Unternehmensverbands Nippon Keidanren, *Insaidā torihiki kisei no meikaku-ka ni kansuru teigen* [Vorschlag zur Präzisierung der Regelungen zum Insiderhandel], in: *Shōji Hōmu* 1687 (2004) 37–39.

Feld dar.⁴ Dabei ist es auch deshalb von Interesse, weil es sich um ein eklatantes Beispiel dafür handelt, dass Teilbereiche des japanischen Rechts äußerlich stark an das US-amerikanische Recht angelehnt sind, die entsprechenden Regelungen in der japanischen Rechtswirklichkeit jedoch lange gänzlich anders angewandt wurden bzw. „totes Recht“ geblieben sind. Erst in neuerer Zeit scheint das japanische Insiderrecht in der Praxis die Rolle zu spielen, die ihm anfangs zugedacht war, so dass Fälle von Insiderhandel nicht nur vermehrt aufgedeckt, sondern auch tatsächlich bestraft bzw. geahndet werden.⁵ Spektakuläre Insiderskandale, die in der japanischen Öffentlichkeit ein breites Echo nach sich zogen, wie beispielsweise die Geschehnisse um den sog. *Murakami Fund*-Fall,⁶ verdeutlichen diesen Wandel. Diese Entwicklung erscheint erstaunlich vor dem Hintergrund, dass der japanische Kapitalmarkt noch in den ausgehenden 1980er Jahren als ein „Paradies für Insider“ (*insaidā tengoku*)⁷ galt und aufgrund unfairer

-
- 4 Teilaspekte behandeln K. ASADA, Strafwürdigkeit von Insiderhandeln in Japan, in: Assmann/Isomura/Kansaku/Kitagawa/Nettesheim (Hrsg.), Markt und Staat in einer globalisierten Wirtschaft (Tübingen 2010) 249–257; H. BAUM, Börsen- und Kapitalmarktrecht in Japan, in: Hopt/Rudolph/Baum (Hrsg.), Börsenreform – Eine ökonomische, rechtsvergleichende und rechtspolitische Untersuchung (Stuttgart 1997) 1352–1355. Zum historischen Hintergrund u.a. S. S. LU, Are the 1988 amendments to Japanese securities regulation law effective deterrents to insider trading? in: Colum. Bus. L. Rev. 1991 (1991) 179–238; R. SMALL, From Tatemaie to Honne: A Historical Perspective on the Prohibition of Insider Trading in Japan, in: Wash. U. Global Stud. L. Rev. 2 (2003) 313–351; M. TATSUTA, Insider Trading by an issuer under Japanese law, in: Pac. Rim. L. & Pol’y J. 4 (1995) 633–647. Beispiele neuerer Darstellungen sind bspw. H. KANDA/H. BAUM, Finanzmarktrecht, in: Baum/Bälz (Hrsg.), Handbuch Japanisches Handels- und Wirtschaftsrecht (Köln 2011) Rn. 34 ff.;
- 5 Dies verdeutlichen die Jahresberichte des Aufsichtsamts für Finanzdienstleistungen (FSA) sowie der Wertpapieraufsichtsbehörde (SESC), die neben Aktivitätsberichten auch statistische Materialien enthalten, darunter auch zur Entwicklung der Verfahrenszahlen bei Gesetzesverstößen.
- 6 Entscheidung des OGH vom 6. Juni 2011, Nr. 2009 a 375. Die Geschehnisse um den *Murakami Fund* sowie den gescheiterten Übernahmeveruch der Nippon Broadcasting Systems K.K. durch die Livedoor K.K. erregten großes Aufsehen in der Öffentlichkeit. Die Urteile im Prozess gegen *Murakami Yoshiaki*, dem Gründer und Manager des *Murakami Funds*, gelten als die richtungweisenden insiderrechtlichen Entscheidungen der letzten Jahre. Zu den Einzelheiten und Hintergründen des Falles siehe H. BAUM/M. SAITO, Übernahmerecht, in: Baum/Bälz (Hrsg.), Handbuch Japanisches Handels- und Wirtschaftsrecht (Köln 2011) Rn. 25 ff.; S. OSAKI, The Murakami Fund Incident and the Regulation of Collective Investment Schemes, in: ZJapanR/J.Japan.L. 25 (2008) 89; R. NAKAYAMA/M. OZAKI, Recent trends regarding the regulations on insider trading in Japan, in: Asia Pacific Regional Forum News 16 (2009) 34. Ausführlich zu einzelnen Fragestellungen des Falls Y. ŌTA, *murakami fando jiken no kentō – tairyō kaiatsume ni kansuru insaidā torihiki kisei to kinshō-hō 157-jō 1-kō no tekiyō kanō-sei* [Untersuchung zum Fall Murakami Fund – Insiderhandel bei einem größeren Anteilsverkauf und mögliche Anwendung des Art. 157 Abs. 1 Finanzprodukte- und Börsengesetz], in: Kin’yū Shōhin Torihiki-Hō Kenkyū-Kai (Hrsg.), *Kin’yū shōhin torihiki-hō sei no gendaiteki kadai* [Gegenwärtige Fragestellungen zur Systematik des FBG] (Tōkyō 2010) 267–317.
- 7 A. TAKEUCHI, *Insaidā torihiki seido no kyōka (jō)* [Verschärfung der Insiderregulierung (Teil 1)], in: Shōji Hōmu 1142 (1988) 3. NIHON KEIZAI SHINBUNSHA, *Insaidā tengoku*:

Marktbedingungen bei ausländischen Investoren stark in der Kritik stand. Damit stellt sich auch die Frage nach den Gründen, weshalb dieses *legal transplant* in der japanischen Rechtswirklichkeit zunächst lange so wenig effektiv wirkte, schließlich aber doch in einem sich wandelnden Kontext zu einem praktisch bedeutsamen, eigenständigen Instrument zur Bekämpfung des Insiderhandels fortentwickelt wurde.

Der folgende Beitrag, der wesentlich auf der Dissertation des Autors beruht,⁸ stellt zunächst die Entwicklung des japanischen Insiderrechts von einem weitgehend gescheiterten *legal transplant* zu einer weitgehend effektiven Regulierung dar (II.). Sodann analysiert er die Grundzüge der geltenden Regelungen aus rechtsvergleichender Perspektive einschließlich der jüngsten Reform von 2014, welche in Japan erstmals auch die Informationsweitergabe und das Verleiten zum Insiderhandel unter Strafe gestellt hat (III.). Knapp wird schließlich auf die Verfolgung und Sanktionierung von Insiderhandel eingegangen (IV.). Der Beitrag schließt mit einer Schlussbetrachtung (V.).

II. HISTORISCHE ENTWICKLUNG UND EFFEKTIVITÄTSDEFIZIT

1. Rezeption des US-amerikanischen Rechts und Entwicklung nach 1945

Die Niederlage Japans im Zweiten Weltkrieg und der nachfolgende demokratische Aufbau unter den Alliierten Besatzungsmächten markieren einen Wendepunkt in der Geschichte des modernen japanischen Rechts. Waren bislang weite Bereiche des japanischen Rechts von einer breit angelegten Übernahme vorwiegend kontinentaleuropäischen Rechts geprägt, wurde nunmehr eine Phase eingeleitet, in der das angloamerikanische Recht zunehmenden Einfluss auf weite Teile des japanischen Rechts ausübte.⁹ Auch das moderne japanische Finanzmarktrecht ist weitestgehend nach US-amerikanischem Vorbild in der unmittelbaren Nachkriegszeit neu gestaltet worden. Dieser Reformprozess wurde durch die Alliierten Besatzungsmächte, *de facto* durch die USA eingeleitet und bildet einen Baustein des Programms, das auf die umfassende Demokratisierung der japanischen Wirtschaft zielte. Dazu mussten zunächst hergebrachte Machtstrukturen im japanischen Wirtschaftsgefüge aufgelöst werden. Eine wesentliche Maßnahme der Alliierten Besatzungsmächte stellte daher die Zerschlagung der großen Unternehmenskonglomerate (*zaibatsu*) dar,¹⁰ die aufgrund ihrer beherrschenden Stellung innerhalb der japanischen Wirtschaft, der weitreichenden Verbindungen zu Militär

Kenshō „*Nihon no kabushiki shijō*“ [Insider-Paradies: Inaugenscheinnahme des „Japanischen Aktienmarkts“] (Tōkyō 1989).

8 M. THIER, Das japanische Insiderrecht. (Tübingen 2016) (im Erscheinen).

9 H. BAUM/M. BÄLZ, Rechtsentwicklung, Rechtsmentalität, Rechtsumsetzung, in: Baum/Bälz (Hrsg.), Handbuch Japanisches Handels- und Wirtschaftsrecht (Köln 2011) Rn. 23 f.

10 Ausführlich zur Auflösung der *zaibatsu* D. FLATH, *The Japanese Economy* (3. Aufl., Oxford/New York 2014) 79 ff.; U.S. EISELE, *Holdingsgesellschaften in Japan* (Tübingen 2004) 37 ff.

und Politik sowie ihrer internen Hierarchien als prinzipiell undemokratisch angesehen wurden.¹¹ Durch die Auflösung der *zaibatsu* wurde eine große Menge Aktien frei in Umlauf gebracht, die neuen Besitzern zugeführt werden mussten.¹² Das Überangebot an Aktien erhöhte die Gefahr eines starken Preisverfalls, was sich insbesondere negativ auf die Reorganisations- und Sanierungsmöglichkeit der Unternehmen ausgewirkt hätte, die zu diesem Zweck neue Aktien ausgaben.¹³ Ein Ausweg aus dieser Situation bestand darin, die Aktien der Bevölkerung zum Kauf anzubieten.¹⁴ Damit konnte zugleich eine Demokratisierung des Eigentums durch eine möglichst breite Streuung des Aktienbesitzes erreicht werden.¹⁵

Die Börsen¹⁶ waren allerdings seit Kriegsende im August 1945 geschlossen, so dass die Wertpapierhändler in der Anfangsphase des nachkriegszeitlichen Wertpapierhandels gezwungen waren, sich in verschiedenen Gebäuden und öffentlichen Parkanlagen zu treffen, um dort ihre Geschäfte abzuwickeln.¹⁷ Mit der Zeit wuchs daher der Wunsch nach festen Handelsregeln sowie einer Wiedereröffnung der Börsen.¹⁸ Die Alliierten Besatzungsmächte, vertreten durch den *Supreme Commander of the Allied Powers* im *General Headquarter*¹⁹, machte eine Wiedereröffnung der Börsen jedoch von der (Neu-)

11 EISELE (Fn. 10) 35 f.

12 I. KAWAMOTO/Y. ÔTAKE, *Kin'yū shōhin torihiki-hō tokuhon* [Lesebuch zum Finanzprodukte- und Börsengesetz] (Tōkyō 2008) 6.

13 KAWAMOTO/ÔTAKE (Fn. 12) 6; EISELE (Fn. 10) 49.

14 W. HORIGUCHI, Differences in Culture, Society, Economics, and Politics and their Effect on Enforcement of Securities Laws, in: *Hastings Int'l & Comp. L. Rev* 14 (1991) 303 f.

15 T. A. BISSON, *Zaibatsu dissolution in Japan* (Berkeley 1954) 115; KAWAMOTO/ÔTAKE (Fn. 12) 6; BAUM (Fn. 4) 1274. Diese Entwicklung wird auch als die Geburtsstunde der shareholder democracy-Bewegung in Japan angesehen, KAWAMOTO/ÔTAKE (Fn. 12) 6.

16 Im Zuge der Kriegssituation wurden im Jahr 1943 durch das Gesetz über die Japanische Wertpapierbörse (*Nihon shōken torihiki-jo-hō*, Gesetz Nr. 44/1943) die seinerzeit landesweit elf bestehenden Börsen zur Japanischen Wertpapierbörse (*Nihon Shōken Torihiki-sho*) in Tōkyō, einer gewinnorientierten Stiftung (*tokushu hōjin*), zusammengeschlossen und existierten seitdem als deren Zweigstellen fort. Siehe hierzu K. KANZAKI, *Shōken torihiki-hō (Shinpan)* [Börsen- und Wertpapierhandelsgesetz (Neuaufgabe)] (Tōkyō 1987) 60 ff.; BAUM (Fn. 4) 1272 f.

17 KAWAMOTO/ÔTAKE (Fn. 12) 6.

18 KANZAKI (Fn. 16) 63; KAWAMOTO/ÔTAKE (Fn. 12) 6.

19 Zu den historischen Hintergründen siehe bspw. R. ZÖLLNER, *Geschichte Japans von 1800 bis zur Gegenwart* (Stuttgart 2006) 384 f. Anders als etwa im Deutschland der unmittelbaren Nachkriegszeit blieb die japanische Regierung auch nach der Kapitulation formell im Amt, allerdings wurde über sie das *General Headquarter* gestellt. Damit war die japanische Regierung zwar weitgehend abhängig und musste unmittelbar die Befehle des *General Headquarter* ausführen, trotzdem kann nicht von einer „Besatzungsregierung“ gesprochen werden. Die japanische Seite arbeitete bereitwillig mit dem *General Headquarter* zusammen, und da sich spätestens ab 1948 der politische Schwerpunkt auf Rehabilitierung und den Wiederaufbau verlagerte, wurde auch die Entscheidungsgewalt schrittweise zurückübertragen.

Fassung eines modernen Finanzmarktrechts abhängig.²⁰ Ein daraufhin seitens der japanischen Regierung vorgelegter Gesetzesentwurf, der sich noch stark an dem früheren Gesetz der Japanischen Wertpapierbörse²¹ orientierte, wurde vom *General Headquarter* jedoch abgelehnt.²² Die japanische Regierung änderte daraufhin ihre Strategie, eine weitreichende Reform bestehender Gesetze²³ anzustreben, und schuf nunmehr ein völlig neues Gesetz, mit dem wesentliche Bereiche des Finanzmarktes übergreifend geregelt werden sollten. Das auf diese Weise entstandene und von den Alliierten Besatzungsmächten genehmigte Börsen- und Wertpapierhandelsgesetz²⁴ (fortan BWpHG) gilt als der Ursprung des modernen japanischen Kapitalmarktrechts.²⁵ Dabei hat der japanische Gesetzgeber das BWpHG weitgehend dem US-amerikanischen *Securities Act* sowie dem *Securities and Exchange Act* nachgestaltet und einzelne Vorschriften fast wortgleich den US-amerikanischen Vorbildern entnommen und übertragen.²⁶ Allen voran trifft dies auf Sec. 10 (b) *Securities and Exchange Act* sowie die hierzu ergangene berühmte Rule 10 b-5 zu, die ein allgemeines Verbot betrügerischen Marktverhaltens enthält. Letztgenannte Rule 10 b-5 ist fast wortgleich in Art. 58 BWpHG (den heutigen Art. 157 Finanzprodukte- und Börsengesetz, fortan FBG) übernommen worden, der in seinem Abs. 1 ein allgemeines Verbot marktmissbräuchlicher Verhaltensweisen²⁷ enthält.²⁸ Da dem allgemein gehaltenen Wortlaut der ursprünglichen Rule 10b-5 nicht direkt zu entnehmen ist, welche und wessen Verhaltensweisen bezogen auf den konkreten

-
- 20 Näheres hierzu bei KANZAKI (Fn. 16) 64; siehe ferner bei H. BAUM, Die japanischen Finanzmärkte in den achtziger Jahren: Ein Jahrzehnt der Liberalisierung, Internationalisierung und Gesetzesreformen, in: WM Sonderbeilage Nr. 4 (1989) 3; SMALL (Fn. 4) 315; LU (Fn. 4) 181.
- 21 *Nihon shōken torihiki-jo-hō*, Gesetz Nr. 44/1943. Mit diesem Gesetz wurde das frühere Börsengesetz *Torihiki-jo-hō*, Gesetz Nr. 5/1893, aufgehoben. Ausführlich zur historischen Entwicklung des japanischen Kapitalmarktes bis 1945 siehe KANZAKI (Fn. 16) 56ff; BAUM (Fn. 4) 1270 ff.
- 22 KAWAMOTO/ŌTAKE (Fn. 11) 6.
- 23 Darunter z. B. das Gesetz über die Japanische Wertpapierbörse (*Nihon shōken torihiki-hō*), Gesetz über die Aufsicht des Wertpapiergewerbes (*Yūka shōken-gyō torishimari-hō*), Gesetz über das Wertpapier-Emissionsgewerbe (*Yūka shōken hikiuke-gyō-hō*), Gesetz über das Teilzahlungsverkaufsgewerbe bei Wertpapieren (*Yūka shōken kappu hanbai-gyō-hō*). Zum Hintergrund informativ KANZAKI (Fn. 16) 64.
- 24 *Shōken torihiki-hō*, Gesetz Nr. 25/1948. Das Gesetz ist im Jahre 2007 neu gefasst und umbenannt worden in *Kin'yū shōhin torihiki-hō* [Finanzprodukte- und Börsengesetz], Gesetz Nr. 25/1948 i. d. F. Gesetzes Nr. 32/2015.
- 25 I. KAWAMOTO, *Chikujō kaisetsu shōken torihiki-hō* [Einzelcommentierung des Börsen- und Wertpapierhandelsgesetz] (Tōkyō 2008) 6.
- 26 BAUM/BÄLZ (Fn. 9) Rn. 3; HORIGUCHI (Fn. 14) 304.
- 27 Nach Art. 157 Abs. 1 FBG darf niemand bei An- und Verkauf, sonstigem Handel oder Derivativhandel von Wertpapieren unrechtmäßige Mittel (*fusei no shudan*), Pläne (*keikaku*) oder Techniken (*gikō*) einsetzen.
- 28 S. MATSUMOTO, *Saishin insaidā torihiki kisei. Kaishaku, jirei, jitsumu taiō* [Das Neueste zur Regulierung des Insiderhandels. Auslegung, Fallbeispiele, praxisbezogen] (Tōkyō 2008) 12; TATSUTA (Fn. 4) 635; KANDA/BAUM (Fn. 4) Rn. 31.

Fall als betrügerisches Marktverhalten einzustufen sind, oblag es in den USA den Gerichten, den Anwendungsbereich der Norm näher zu bestimmen. Vor diesem Hintergrund wurde die Rule 10b-5 im US-amerikanischen Recht durch eine Reihe behördlicher und gerichtlicher Entscheidungen schrittweise zu einem generellen Transaktionsverbot auf Basis von Insiderinformationen ausgeweitet.²⁹ Allerdings ist diese in den USA allmählich durch die Rechtsprechung herausgebildete Kasuistik in Japan im späteren Verlauf weder durch die Kapitalmarktaufsicht noch durch die Gerichte aufgegriffen und fruchtbar gemacht worden.

2. *Mangelnde Effektivität der Insiderregeln im japanischen Kontext*

Da mit den kapitalmarktrechtlichen Reformen zu einem vergleichsweise frühen Zeitpunkt marktverhaltensrechtliche Vorschriften ins japanische Recht Eingang fanden, erstaunt umso mehr der empirische Befund, dass im Gegensatz zu ihren US-amerikanischen Vorbildern die japanischen Regelungen im weiteren Verlauf zur Abwehr von Insiderhandel jahrzehntelang keine wirkliche Rolle gespielt haben.³⁰ Während in den USA auf Grundlage der Rule 10b-5 die Rechtsprechung das allgemeine Verbot betrügerischer Verhaltensweisen am Kapitalmarkt präziserte und zu einem wirkungsvollen Instrument gegen Insiderhandel ausbaute, ist es in Japan im Zeitraum seit der Verabschiedung des BWpHG/FBG bis Mitte der 1990er Jahre hinein zu keiner einzigen Verurteilung wegen Insiderhandels durch ein Gericht gekommen.³¹ Obgleich es sich um ähnliches geschriebenes Recht handelt, zeigt sich eine unterschiedliche Rechtswirklichkeit in den USA und Japan. Das gelebte Recht in der Praxis verdeutlicht, dass die rezipierten Regelungen im japanischen Kontext zur Bekämpfung von Insiderhandel offensichtlich nicht effektiv funktionierten. In der Konsequenz blieb der japanische Kapitalmarkt auf lange Sicht nicht ausreichend vor Insiderhandel und Marktmissbrauch geschützt. Die japanischen Insiderregeln werden daher auch als ein zunächst gescheitertes *legal transplant* gedeutet.³² Dieser Befund führt zurück auf die grundsätzliche Frage, wann ein *legal transplant* als effektiv gelten kann. Der Transfer einer Regel als solcher in eine andere Rechtsordnung ist eine unbestrittene Tatsache, stellen doch *legal transplants* keine Einzelfälle, sondern historisch und faktisch ein häufig anzutreffendes Phänomen dar.³³ So beruht das moderne japanische Recht sogar größtenteils auf *legal transplants*. Die Frage, ob mit dem transferierten Recht auch eine ähnliche Wirkungsweise in der aufnehmenden Rechtsordnung erzielt werden kann, ist seit Längerem Ge-

29 T. L. HAZEN, Securities regulation (Chicago 2011) 327 f.

30 SMALL (Fn. 4) 320.

31 TATSUTA (Fn. 4) 635; G. F. PARKER, The Regulation of Insider Trading in Japan: Introducing a Private Right of Action, in: Wash. U. L. Q. 73 (1995) 1403.

32 SMALL (Fn. 4) 320.

33 G. M. REHM, Rechtstransplantate als Instrument der Rechtsreform und -transformation, in: RabelsZ 72 (2008) 5, 10 f., 39; A. WATSON, Legal transplants: an approach to comparative law (Athens/London 1993) 21, 95.

genstand der wissenschaftlichen Auseinandersetzung³⁴ und beschäftigt die theoretische Diskussion vor allem seit den Darstellungen von *Kahn-Freund*³⁵ sowie von *Watson*³⁶. Während Befürworter wie *Watson* eine wirkungsvolle Übertragung von Recht für möglich halten, da ihrer Ansicht nach das Recht losgelöst ist vom sozialen, ökonomischen und politischen Kontext der Gesellschaft, in der es angewendet wird,³⁷ verweisen die Gegner einer Transferierbarkeit von Recht auf verschiedene externe Faktoren, die auf das jeweilige Recht wirken und es kulturspezifisch prägen. Diese Eigenheiten stünden einer Übertragung von geprägten Rechtsnormen in andere Rechtssysteme grundsätzlich entgegen.³⁸ Unter der Annahme, Recht sei in eine andere Rechtsordnung grundsätzlich übertragbar, schließt sich die Frage an, unter welchen Bedingungen das *legal transplant* erfolgreich, d.h. effektiv übertragen werden kann. Unklar ist jedoch bereits, was unter „erfolgreich“ zu verstehen ist, und wie die Effektivität eines *legal transplant* zu bemessen ist.³⁹ Eine denkbar ungünstige Ausgangslage für einen erfolgreichen Rechtstransfer soll jedenfalls dann vorliegen, wenn das *legal transplant* als bloße schematische Kopie der ursprünglichen Regelung ohne Rücksicht auf die Verhältnisse des aufnehmenden Rechtssystems übertragen wird.⁴⁰ Ein entscheidender Faktor dafür, ob ein Rechtstransfer in die aufnehmende Rechtsordnung gelingt oder nicht, wird in dem Motiv der Rezeption gesehen.⁴¹ Die Motive, die hinter dem Rechtstransfer stehen, bedingen letztlich den Zweck, den die zu übernehmende Vorschrift in der aufnehmenden Rechtsordnung erfüllen soll. Unter diesem Gesichtspunkt ist es ein bedeutender Unterschied, ob der Gesetzgeber der aufnehmenden Rechtsordnung die Vorschrift aus eigenem Antrieb übernimmt

34 Theoretiker unterschiedlichster Herkunft haben sich schon früh mit der Einzigartigkeit nationaler Rechtsordnungen auseinandergesetzt, darunter *Montesquieu*, *Marx*, v. *Savigny* oder *Ihering*, siehe hierzu REHM (Fn. 33) 12.

35 O. KAHN-FREUND, On Uses and Misuses of Comparative Law, in: *Mod. L. Rev.* 37 (1974) 1–27.

36 WATSON (Fn. 33).

37 WATSON (Fn. 33) 95 f.

38 Als ein Vertreter dieser Ansicht der jüngeren Vergangenheit ist vor allem *Legrand* zu nennen, der aus rechtskultureller Sicht die Transferierbarkeit von Normen vehement ablehnt, P. LEGRAND, The Impossibility of Legal Transplants, in: *Maastricht J. Eur. Comp. Law* 4 (1997) 111 ff.; *Ewald* hat für die Ansichten, die sich gegen die Transplantationsthese aussprechen, den Begriff der „Spiegeltheorie des Rechts“ (*mirror theories*) geprägt, da ihnen der Ansatz gemein ist, das Recht reflektiere letztlich externe Kräfte, die darauf wirken, W. EWALD, Comparative Jurisprudence (II): The Logic of Legal Transplants, in: *Am. J. Comp. L.* 43 (1995) 491. Mit Blick auf die aufnehmende Rechtsordnung werden *legal transplants* auch mit dem Argument abgelehnt, dass diese im neuen Kontext „eine Irritation“ hervorriefen, G. TEUBNER, Legal Irritants: Good Faith in British Law or How Unifying Law Ends Up in New Differences, in: *Mod. L. Rev.* 61 (1998) 11 ff.

39 D. NELKEN, Comparatists and transferability, in: *Legrand/Munday* (Hrsg.), *Comparative Legal Studies: Traditions and Transitions* (Cambridge, U.K./New York 2003) 453.

40 REHM (Fn. 33) 39; R. G. SMALL, Towards A Theory Of Contextual Transplants, in: *Emory Int'l L. Rev.* 19 (2005) 3.

41 REHM (Fn. 33) 36.

– etwa weil eine entsprechende Regelung dort noch fehlt, oder weil man feststellt, dass die ausländische Lösungsvariante der eigenen Regelung überlegen ist – oder ob der Rechtstransfer von außen, z. B. durch eine Besatzungsmacht, aufgezwungen wird.⁴² Entscheidend ist daher auch, auf wessen Sichtweise es bei der Bewertung ankommt, ob ein *legal transplant* als „erfolgreich“ gilt oder nicht.⁴³

Hinsichtlich der Ausgangsfrage, warum die übernommenen Regeln in ihrer neuen Umgebung nicht die gewünschte Wirkung entfalteten wie ihre US-amerikanischen Vorbilder, werden unter Rückgriff auf die *legal transplant*-Debatte unterschiedliche Gründe diskutiert. Letztlich dürfte deren Zusammenspiel dazu geführt haben, dass die Insiderregelung im japanischen Kontext unwirksam blieb. Ein maßgeblicher Faktor für die Ineffektivität der Regelungen in der japanischen Rechtswirklichkeit wird darin gesehen, dass die Regelungen in beiden Ländern ganz unterschiedlichen rechtspolitischen Bedürfnissen geschuldet waren. In den USA waren die Regelungen Sec. 10 (b) *Securities and Exchange Act* sowie die Rule 10 b-5 als Teil der *New Deal*-Politik die gesetzgeberische Antwort auf exzessive und oftmals marktetrügerische Spekulationen, deren folgenschweren Auswirkungen letztlich für den Börsencrash von 1929 und die nachfolgende Wirtschaftskrise mit ursächlich waren.⁴⁴ Die Erfahrungen aus dieser wirtschaftlichen Misere, die in den USA tiefgreifende gesellschaftliche Verwerfungen verursacht hatte, brachte die allgemeine Erkenntnis mit sich, dass vergleichbare Marktexzesse zukünftig zu verhindern seien. Zugleich sollte das erschütterte Vertrauen der Anleger in den Kapitalmarkt wiederhergestellt werden,⁴⁵ dem in den USA schon in frühen Jahren eine wesentliche Funktion bei der Unternehmensfinanzierung zukam. Triebfeder zur Einführung der Insiderregelung in Japan war dagegen der von den Alliierten Besatzungsmächten unter US-amerikanischer Federführung angestrebte Demokratisierungsprozess. Die Regelungen sind folglich nicht aufgrund einer selbstbestimmten Wahl des japanischen Gesetzgebers, sondern aufgrund eines Reformdrucks von außen auf Veranlassung der Besatzungsmächte eingeführt worden.⁴⁶ Als die japanische Regierung erkannte, dass die Alliierten Besatzungsmächte die vorgelegten Reformgesetzentwürfe nicht akzeptierten, zugleich aber das Bedürfnis wuchs, die Börsen wieder zu eröffnen, wurden kurzentschlossen Teile des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts fast unverändert übernom-

42 SMALL (Fn. 40) 3.

43 NELKEN (Fn. 39) 454.

44 Ausführlich zu den Hintergründen siehe M. E. PARRISH, *Securities regulation and the new deal* (New Haven 1970); überblicksartige Zusammenfassung bei HAZEN (Fn. 29) 16 ff.

45 K. J. HOPT, *Europäisches und deutsches Insiderrecht*, in: ZGR 20 (1991) 27.

46 M. WHITENER, *Japan Tackles Insider Trading*, in: *In'tl Fin. L. Rev.* 7 (1988) 15 f. „In the light of the fact that Japan's securities laws were imposed upon the country by U.S. Occupation forces following World War II rather than adopted in response to domestic pressure, it is not surprising that insider trading is taken less seriously than in the United States, whose securities laws have their roots in the 1929 stock market crash and the subsequent Depression.“

men, ohne dabei auf bestehende japanische Verhältnisse Rücksicht nehmen zu können.⁴⁷ Das Motiv der japanischen Regierung bestand schlichtweg darin, die Regelungen allein deswegen einzuführen, um der äußeren Form nach den Vorgaben der Besatzungsmächte zu entsprechen. Diese pragmatische Vorgehensweise wird auch unter dem Gesichtspunkt des für die japanische Gesellschaft charakteristischen Wirklichkeitsdualismus erklärt, nach dem zwischen dem formalen Äußeren (*tatema*) und dem tatsächlichen inneren Willen (*honno*) zu unterscheiden ist.⁴⁸ Die Regelung schlichtweg eins zu eins aus einer fremden Kultur zu kopieren bereitete dem *legal transplant* jedenfalls eine denkbar schlechte Ausgangslage, so dass die Gefahr der Nichtakzeptanz und Unwirksamkeit der Regelung im neuen Kontext hoch war.⁴⁹ Der japanische Gesetzgeber ging bei dieser Rechtsrezeption ganz offensichtlich weniger sorgsam vor als bei früheren Übernahmen ausländischen Rechts. Denn das moderne japanische Recht kennt zahllose *legal transplants*, die trotz äußeren Drucks aus dem fremden Recht in der Regel nicht bloß kopiert, sondern im Rahmen eines rechtsvergleichenden Prozesses aus unterschiedlichen Rechtsordnungen ausgewählt und an die japanischen Bedürfnisse angepasst wurden.⁵⁰

Darüber hinaus zeichnete sich der aufnehmende japanische Kontext durch ein ausgesprochen insiderhandelsfreundliches Umfeld aus, das durch institutionelle und kulturelle Faktoren begünstigt wurde. Nicht zuletzt aufgrund des über lange Zeit vorherrschenden Systems der indirekten Unternehmensfinanzierung war die Bedeutung des Kapitalmarktes als Institution und dessen volkswirtschaftlicher Nutzen im allgemeinen gesellschaftlichen Verständnis nicht stark verankert. Da die Problematik des Insiderhandels damit nicht allgemein bekannt war, fiel die Kritik hiergegen entsprechend schwach aus.⁵¹ Mangels vergleichbarer Krisenerfahrungen galt Insiderhandel in Japan zudem nicht als etwas Schädliches oder Unmoralisches.⁵² Vielmehr wurde Insiderhandel als Teil einer geschickten Anlagestrategie toleriert.⁵³ Ferner nahm der stete Austausch interner Infor-

47 SMALL (Fn. 4) 328.

48 Zum Ganzen etwa SMALL (Fn. 4) 328. Näheres zum Wirklichkeitsdualismus in der japanischen Gesellschaft und dessen Auswirkung auf das Rechtsverständnis bei G. RAHN, *Rechtsdenken und Rechtsauffassung in Japan: dargestellt an der Entwicklung der modernen japanischen Zivilrechtsmethodik* (München 1990) 52 ff.

49 SMALL (Fn. 40) 1436.

50 BAUM/BÄLZ (Fn. 9) Rn. 2.

51 H. KIMEDA/NISHIMURA ASAHI HÖRITSU JIMU-SHO KIKI KANRI GURŪPU (Hrsg.), *Insaidā torihiki kisei no jitsumu* [Praxis der Regulierung des Insiderhandels] (2. Aufl., Tōkyō 2014) 4.

52 WHITENER (Fn. 46) 15 f.: „This lack of enforcement reflects a general marketplace perception that there is nothing wrong with insider trading. Trading on insider information is viewed by many Japanese investors as a legitimate, even necessary, basis for stock market investments“; M. TATSUTA, *Proxy Regulation, Tender Offers and Insider Trading*, in: Suzuki/Loss (Hrsg.), *Japanese Securities Regulation* (Tōkyō 1983) 192: „[...] most Japanese do not believe that insider trading is immoral.“

53 M. KONDŌ/K. YOSHIHARA/E. KURONUMA, *Kin'yū shōhin torihiki-hō nyūmon* [Einführung zum Finanzprodukte- und Börsengesetz] (2. Aufl., Tōkyō 2011) 300; M. HAYAKAWA, *Die*

mationen im Rahmen langfristig angelegten Geschäftsbeziehung vor allem innerhalb der sog. *keiretsu*-Unternehmensgruppen⁵⁴ einen hohen Stellenwert ein.⁵⁵ Dabei spielten Insiderinformationen eine wesentliche Rolle, den Zusammenhalt zwischen der Hauptbank und den einzelnen Gliedgesellschaften einer *keiretsu*-Unternehmensgruppe untereinander⁵⁶ über enge persönliche Beziehungen zu stärken und die Geschäftsbeziehungen untereinander zu „schmieren“.⁵⁷ Die skizzierte Grundeinstellung spiegelte sich letztlich in einem mangelnden rechtspolitischen Interesse wider, Insiderhandel ernsthaft anzugehen. Da teilweise Politiker über Verbindungen ins kriminelle Milieu indirekt selbst von Insidertransaktionen profitierten, war in der Folge auch kein nachhaltiger politischer Wille vorhanden, die Insiderregeln an japanische Gegebenheiten in der Weise zu adaptieren, so dass sie eine effektive Wirkung hätten entfalten können.⁵⁸ Ganz im Gegenteil verdeutlicht der Abbau flankierender Kontrollmechanismen bald nach der Wiedererlangung der Souveränität Japans, dass der Politik offensichtlich eher daran gelegen war, die übernommenen Instrumente zur Insiderregulierung insgesamt weiter zu schwächen. So wurden z. B. Berichtspflichten zu Wertpapiertransaktionen⁵⁹ außer Kraft gesetzt sowie die dem Vorbild der amerikanischen SEC nachgebildete ursprünglich unabhängige Marktaufsicht weitestgehend entmachtet.⁶⁰

Eine darüber hinaus regelmäßig im japanischen Schrifttum anzutreffende Begründung zur mangelnden Effektivität der übernommenen Insiderregelung ist der abstrakte und unpräzise Wortlaut des Art. 157 FBG.⁶¹ So lässt sich ein zivilrechtlicher Schadensersatzanspruch wegen Insiderhandels nach allgemeiner Auffassung in der Lehre nicht

- neuen Maßnahmen gegen Insider-Trading in Japan, in: *RabelsZ* 54 (1990) 281; H. BAUM, Modernisierung des japanischen Kapitalmarktrechts, in: *ZJapanR/J.Japan.L.* 5 (1998) 24.
- 54 Bei den *keiretsu* handelt es sich um Zusammenschlüsse von Unternehmen, die sich durch eine mehr oder weniger lockere Verbindung einzelner Gesellschaften durch Überkreuzbeteiligungen auszeichnen. Näheres zu den *keiretsu* u. a. bei EISELE (Fn. 10) 65 ff. Aus ökonomischer Sicht FLATH (Fn. 10) 271 ff.
- 55 SMALL (Fn. 4), 236; FLATH (Fn. 10) 272 ff.
- 56 FLATH (Fn. 10) 296.
- 57 N. HOLLOWAY, Squeezing the Manipulators: Japan Prepares to Tackle Insider, in: *Far E. Econ. Rev.* 141 (1988) 92 f.: „The privileged distribution of inside information has traditionally been respectable in Japan because it is seen as a way of lubricating corporate relationships.“; SMALL (Fn. 4) 324.
- 58 LU (Fn. 4) 191; Siehe hierzu das interessante Interview mit K. SADO (Präsident der Wertpapieraufsichtsbehörde SESC), in: O. MURAYAMA, *Hō to keizai no jōnanu Asahi Judiciary* (2010), abrufbar im Internet unter <http://judiciary.asahi.com/fukabori/2010071700005.html>.
- 59 TATSUTA (Fn. 4) 635; SMALL (Fn. 4) 316; LU (Fn. 4) 190.
- 60 LU (Fn. 4) 182; KANZAKI (Fn. 16) 73 f.; I. MATSUI, Political, Regulatory, and legal problems: focussing on the securities banking fence issue, insider trading and the disclosure systems, in: *Hastings Int'l & Comp. L. Rev.* 14 (1991) 314.
- 61 Siehe in der deutschen Literatur auch C. KIRCHNER, Zur zentralen Rolle der zivilrechtlichen Sanktionen im Recht des Insiderhandels, in: Leser (Hrsg.), *Wege zum japanischen Recht: Festschrift für Zentaro Kitagawa zum 60. Geburtstag am 5. April 1992* (Berlin 1992) 669.

auf Art. 157 FBG stützen, da die Vorschrift keinen konkreten Anspruch begründe.⁶² Mangels spezialgesetzlicher Regelung im FBG ist daher ein Schadensersatzanspruch allenfalls unter Rückgriff auf die allgemeine deliktsrechtliche Norm des Art. 709 Zivilgesetz⁶³ denkbar. Aufgrund des ebenfalls im japanischen Recht herrschenden Bestimmtheitsgebots⁶⁴ ist im Hinblick auf eine strafrechtliche Verfolgung problematisch, dass der Begriff des Insiderhandels nicht umrissen wird.⁶⁵ So wird die Zurückhaltung der japanischen Staatsanwaltschaft, die bis heute keine Anklage gestützt auf den Art. 157 FBG erhoben hat, damit begründet, dass dem Wortlaut der Norm nicht hinreichend bestimmt zu entnehmen ist, welche Handlungen strafbar sein sollen.⁶⁶ Zudem fehlt es gänzlich an richtungsweisenden Präzedenzfällen. Hinzu tritt die allgemeine Schwierigkeit, Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot überhaupt nachzuweisen, so dass Anklagen zum einen einer intensiven Vorbereitung bedürfen, andererseits mit einer entsprechend größeren Ungewissheit behaftet sind. Da es jedoch – wie an verschiedener Stelle berichtet wird – für das Ansehen und die Karriere eines Staatsanwalts schädlich sein kann, wenn Gerichte dessen Anträgen wiederholt nicht folgen, werden in der Regel nur solche Fälle zur Anklage gebracht, bei denen sich der Staatsanwalt einer Verurteilung sicher ist.⁶⁷ Aus Sicht der Staatsanwaltschaft mag es daher schlicht zu unsicher gewesen sein, Anklage auf Basis von Art. 157 FBG zu erheben. Da anders als im deut-

62 KONDŌ/YOSHIHARA/KURONUMA (Fn. 53) 348; TATSUTA, Proxy Regulation, Tender Offers and Insider Trading (Fn. 52) 192.

63 *Minpō*, Gesetz Nr. 89/1896 (Erstes, Zweites und Drittes Buch) sowie Gesetz Nr. 9/1898 (Viertes und Fünftes Buch) i. d. F. des Gesetzes Nr. 94/2013.

64 Das japanische Strafgesetz (*Keihō*, Gesetz Nr. 45/1907) wurde nach dem Vorbild des deutschen StGB geschaffen. Auch die Dogmatik des materiellen japanischen Strafrechts ist bereits vor 1907 durch das französische Recht und in Folge wesentlich vom deutschen Strafrecht geprägt worden. Aus diesem Grund herrscht im japanischen Strafrecht ebenfalls das Bestimmtheitsgebot als Ausfluss des Gesetzlichkeitsprinzips, wonach in den Straftatbeständen die Handlung und Strafe hinreichend konkret bestimmt sein müssen. Siehe zum Ganzen K. YAMANAKA, *Keihō Gaisetsu 1 – Sōron*, 39; K. YAMANAKA, *Strafrechtsdogmatik in der japanischen Risikogesellschaft* (Baden-Baden 2008) 33 ff. Zudem ist in diesem Zusammenhang darauf hinzuweisen, dass nach allgemeiner Ansicht im rechtsvergleichenden Schrifttum dem japanischen Strafrecht grundsätzlich bescheinigt wird, dass sich die Vorschriften durch eine gewisse Abstraktheit und einen tendenziell weiten Auslegungsspielraum auszeichnen, den die Rechtsprechung im Einzelfall durchaus flexibel und großzügig ausfülle, K. YAMANAKA, *Strafrechtsdogmatik in der japanischen Risikogesellschaft* (Baden-Baden 2008) 33, 37 f.; R. HIRANO, *Die Japanisierung im Strafrecht und Strafprozessrecht*, in: Coing (Hrsg.), *Die Japanisierung des westlichen Rechts* (Tübingen 1990) 389 f.

65 KONDŌ/YOSHIHARA/KURONUMA (Fn. 53) 347.

66 S. OSAKI, *The Evolution of Insider Trading Regulations in Japan*, in: Ali/Gregoriou (Hrsg.), *Insider Trading. Global Developments and Analysis* (London et al., 2009) 145.

67 D. T. JOHNSON, *The Japanese way of justice: prosecuting crime in Japan* (New York u. a., 2002) 226 f. Ähnlich sehen RAMSEYER/NAKAZATO einen Grund für die hohe Anzahl der Verfahrenseinstellungen u. a. in der Arbeitsüberlastung der japanischen Staatsanwälte, die sich daher nur auf eindeutige Fälle beschränken, J. M. RAMSEYER/M. NAKAZATO, *Japanese Law: an economic approach* (Chicago u. a., 1999) 178 ff.

schen Recht in Japan das Opportunitätsprinzip gilt⁶⁸, liegt es nahe anzunehmen, dass diese Umstände bei Verstößen gegen das Insiderhandelsverbot regelmäßig dazu führen, dass die japanische Staatsanwaltschaft von einer Anklageerhebung – jedenfalls auf Grundlage des Art. 157 FBG – absieht. Allein die Abstraktheit des Wortlauts der Norm dürfte allerdings dessen Ineffektivität nicht hinreichend erklären. Zwar mögen an eine Anklage durch die japanische Staatsanwaltschaft auf Grundlage dieser Vorschrift hohe Hürden gestellt sein. Unbestimmte Rechtsbegriffe und auslegungsbedürftige Normen, die erst im Laufe der Zeit eine weitergehende Präzisierung durch die Rechtsprechung erfahren haben, sind in anderen Bereichen des japanischen Rechts nicht unbekannt. Zwar hat sich wie vorstehend dargestellt in den USA zur ursprünglichen Rule 10 b-5 allmählich eine differenzierte Kasuistik durch die Rechtsprechung herausgebildet, allerdings hat diese in Japan keinen Eingang gefunden. Erforderlich wäre daher nach verbreiteter Ansicht eine vergleichbare Entwicklung in Japan durch Herausbildung einer konkretisierenden Rechtsprechung zu Art. 157 FBG gewesen. Mangels Verfahren bestand indes für die Gerichte keine Gelegenheit hierzu.⁶⁹ Ohne eine vergleichbare Rechtsfortbildung blieb Art. 157 FBG in seiner ursprünglichen Abstraktheit verhaftet,⁷⁰ obgleich überwiegende Teile des japanischen Schrifttums schon früh die Auffassung vertraten, dass Art. 157 FBG trotz der Abstraktheit der Vorschrift auf Insiderhandel anwendbar sei.

Letztlich kann die Übernahme der Rule 10b-5 als ein geeignetes Anschauungsbeispiel für eine Regelung dienen, die ohne Rücksicht auf den unterschiedlichen kulturellen Kontext ins japanische Recht übertragen wurde. Die dargestellten verschiedenen institutionellen und kulturellen Faktoren der neuen Umgebung führten dazu, dass sie in Bezug auf ihre zugedachte Rolle in der aufnehmenden Rechtsordnung zunächst scheitern musste.

3. Reform des Insiderrechts vor dem Hintergrund von Wirtschaftskrise und regulatorischem Wandel

Die zunehmende Internationalisierung und der aufkommende Regulierungswettbewerb unter den internationalen Finanzplätzen leiteten zum Ende der 1980er Jahre schließlich einen tiefgreifenden Wandel des Kontextes in Japan ein. Dabei orientierte sich der japanische Gesetzgeber zwar einerseits an einem globalen Trend hin zu gesetzlich verankerten Insiderregeln. Tatsächlich wurde die Reform zum Insiderrecht sowie zur Kapitalmarktaufsicht allerdings maßgeblich durch diverse Finanzskandale angestoßen, die ein starkes Echo im Ausland, namentlich in der ausländischen Presse, hervorriefen. Die geübte Kritik richtete sich vor allem gegen unfaire Marktbedingungen und gefährdete

68 Art. 248 Strafprozessgesetz (*Keiji soshō-hō*, Gesetz Nr. 131/1948 i.d.F. des Gesetzes Nr. 79/2014).

69 K. YAMAUCHI, Das Insiderrecht in Japan, in: RIW (1989) 524.

70 J. M. RAMSEYER, Insider Trading Regulation in Japan, in: Harvard Law School Discussion Paper No.705 (2011) 8; OSAKI, The Evolution of Insider Trading Regulations in Japan (Rn. 66) 144.

den Ruf des Finanzplatzes Japan ernsthaft. Während in den USA jährlich immerhin an die 30–40 Insiderfälle geahndet wurden, gab es in Japan keinen einzigen.⁷¹ Bezeichnenderweise stammt aus dieser Zeit der Ausspruch, Japans Kapitalmarkt sei ein „Paradies für Insider“ (*insaidā tengoku*).⁷² So betraf die teilweise harsche Reaktion im Ausland insbesondere Fälle, in denen ganz offensichtlicher Insiderhandel ohne weitere Konsequenzen blieb. Neben dem *Recruit-Cosmos*-Skandal⁷³, der zu einer Reihe von Rücktritten bedeutender Persönlichkeiten aus Politik und Wirtschaft führte, stellte vor allem der *Tateho*-Skandal aus dem Jahre 1987 ein Schlüsselereignis und zugleich Anstoß für eine entschlossene Umsetzung der Reformen dar.⁷⁴ Der *Tateho*-Skandal und die Resonanz in der nationalen wie auch internationalen Presse führten gleichsam dazu, dass die Problematik des Insiderhandels in der japanischen Öffentlichkeit erstmals breitere Aufmerksamkeit erlangte und zugleich Kritik an der bestehenden Regelung hervorrief.⁷⁵ Da infolge des aufkommenden Trends zur Auflösung wechselseitiger Beteiligungen und Finanzierung über den Kapitalmarkt die Anzahl ausländischer Anleger – neben institutionellen Anlegern vor allem auch der Individualanleger – zunahm, wuchs zugleich auch im Inland die Forderung nach einem fairen und gesunden Kapitalmarkt.⁷⁶

Im Jahre 1988 reagierte der japanische Gesetzgeber schließlich auf den zunächst von außen wirkenden Reformdruck mit weitgehenden Reformen der Insiderregelungen, um kritische Stimmen zu besänftigen. Zugleich markiert die Reform den Beginn einer in den 1990er Jahren folgenden schrittweisen, aber steten Effektivierung des Insiderrechts,

71 TAKEUCHI (Fn. 7) 3

72 TAKEUCHI (Fn. 7) 3.

73 BAUM (Rn. 4) 1301. Zu den Hintergründen des *Recruit*-Falles siehe Y. TARŌ, *The Recruit Scandal: Learning from the Causes of Corruption*, in: J. Jap. Stud. (1990) 93 ff.; B. REDDIES, *Der Recruit-Skandal in Japan: Modernisierungskrise einer Wirtschaftsmacht* (Tōkyō 1989).

74 Das an der Börse Ōsaka notierte Chemieunternehmen *Tateho Kagaku Kōgyō* K.K. hatte durch ein Termingeschäft mit Staatsanleihen einen ruinösen Verlust von etwa 24 Mrd. Yen erlitten. Aus diesem Grund berief das *Tateho*-Management am 31. August 1987 eine interne Konferenz ein und informierte die Gläubigerbanken über das verheerende Defizit. Am darauffolgenden Tag – und damit noch einen Tag vor der öffentlichen Bekanntmachung zur wirtschaftlichen Lage des Unternehmens – stieß die größte Gläubigerbank *Hanshin Sōgō* sämtliche von ihr gehaltenen *Tateho*-Aktien ab und konnte so Verluste durch den anschließenden Kurssturz minimieren. Die Börse Ōsaka untersuchte den Fall und kam zu dem Schluss, dass sich für das Ausnutzen von Insiderinformationen bei der Transaktion kein sicherer Beweis führen ließe, obgleich das Vorgehen „zumindest Missverständnisse“ hervorrufen könne. Trotz erheblicher Verdachtsmomente wurde somit kein straf- oder zivilrechtliches Verfahren gegen Beteiligte auf Seiten der Bank angestrebt, um sie wegen Insiderhandels zur Verantwortung zu ziehen. Y. YOKOBATAKE, *Chikujō kaisetsu insaidā torihiki kisei to bassoku* [Einzelkommentierung zur Insiderregelung und Strafvorschriften] (Tōkyō 1989) 2 ff.; MATSUMOTO (Fn. 28) 2 f.; BAUM (Fn. 53) 19 ff.; KAWAMOTO/ŌTAKE (Fn. 12) 15; Ausführlich ferner SMALL (Fn. 4) 330; YAMAUCHI (Rn. 69) 523; Weitere aufsehenerregende Insider-skandale dieser Zeit waren die Fälle *Shin-Nippon Steel* sowie der *Kaneju Shōken*.

75 LU (Fn. 4) 196.

76 KIMEDA/NISHIMURA ASAHI HŌRITSU JIMU-SHO KIKI KANRI GURŪPU (Fn. 51) 4 f.

die den geänderten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen und damit einem zunehmenden auch inneren Reformdruck Genüge tun sollte. Eine maßgebliche Rolle spielte dabei der eingeleitete Wandel der Aufsichtsarchitektur, aus dem schließlich die unabhängige Wertpapieraufsichtsbehörde SESC⁷⁷ hervorging. Im Ergebnis der umfangreichen Reformen von 1988 und den Folgejahren hat sich neben dem ursprünglichen *legal transplant* die derzeitige komplexe Struktur einer eigenständigen japanischen Insiderregelung herausgebildet. Kernstück der Reformen bildet dabei die Aufnahme weiterer Vorschriften ins Gesetz, die unrechtmäßige Verhaltensweisen beim Wertpapierhandel speziell erfassen (*kobetsu kitei*), allen voran die in der Praxis bedeutsamen speziellen Vorschriften zum Insiderhandelsverbot in Artt. 166, 167 FBG. In diesen beiden Vorschriften ist detailliert niedergelegt, unter welchen Umständen bestimmte Personen eine verbotene Insidertransaktion tätigen. Dabei bezieht sich Art. 166 FBG auf Personen mit einer Verbindung zu einer Gesellschaft (*kaisha kankei-sha*), während Art. 167 FBG den Insiderhandel von Personen mit einer Verbindung zu einem Bieter bei einem öffentlichen Erwerbsangebot bzw. einem Erwerber von Anteilen (*kōkai kaitsuke-sha tō kankei-sha*) zum Gegenstand hat.⁷⁸ Eine „Aktivierung“ des Art. 157 FBG erschien dem japanischen Gesetzgebers dagegen unter den gegebenen Bedingungen nur schwer realisierbar, so dass allein die Möglichkeit verblieb, völlig neue Regelungen zu erlassen.⁷⁹ Obgleich Art. 157 FBG auch nach der überwiegend vertretenen Ansicht im gegenwärtigen Schrifttum nicht aus dem Gesetz gestrichen werden, sondern zukünftig eine aktivere Rolle übernehmen sollte (hierzu sogleich unter III.2.), bleibt es weiterhin bei dem ursprünglichen Anwendungsdefizit dieser Norm. Unter diesem Gesichtspunkt lässt sich der Standpunkt vertreten, dass das eigentliche *legal transplant* selbst weiterhin ineffektiv ist. Letztlich hat sich aber die Vorstellung von dem Nutzen und der Sinnhaftigkeit einer Insiderregelung im japanischen Recht im Laufe der Zeit durchgesetzt und in den zusätzlich geschaffenen Vorschriften ihren Niederschlag gefunden. Überzeugender ist daher der Standpunkt, dass die Reformen des japanischen Insiderrechts die notwendige Adaption an den Rechtskontext über die Zeit geleistet und damit nicht nur ein effektives *transplant* zumindest teilweise ermöglicht, sondern mit den neu hinzugefügten Regelungen auch etwas Eigenständiges hervorgebracht haben.

III. GRUNDSTRUKTUR DER GEGENWÄRTIGEN INSIDERREGELUNG

1. Komplexität der Regelungsstruktur

In der Ausgangslage sieht sich in Japan wie in Deutschland der Gesetzgeber mit der grundsätzlichen Schwierigkeit konfrontiert, im Bereich des Kapitalmarktrechts allge-

77 Näheres hierzu unter IV.

78 Näheres unter III.3.

79 M. MAEDA, *Insaidā torihiki kisei no arikata* [Das Wesen der Insiderregulierung], in: Shōji Hōmu 1907 (2010) 27.

mein und dem Insiderrecht im Speziellen Regelungen für oftmals komplexe Vorgänge und Finanzprodukte schaffen zu müssen. Gleichzeitig muss der Gesetzgeber die Anforderungen des Marktes berücksichtigen und die Regelungen ggf. flexibel anpassen können. Diese Problematik liegt in der Natur der zu regelnden Materie begründet und stellt insbesondere den Gesetzgeber in einem *civil law* System, der die Vorgaben in abstrakte Tatbestandsmerkmale umzusetzen hat, vor große Herausforderungen.⁸⁰

Das gegenwärtige japanische Recht nimmt infolge von Rezeptionswellen aus verschiedenen Rechtsordnungen zwar eher den Charakter einer Hybridrechtsordnung an,⁸¹ wird jedoch primär auf das Kriterium abgestellt, ob eine Rechtsordnung vom Grundsatz her dem *case law* Gedanken der inkrementellen Fortentwicklung durch die Rechtsprechung oder der Idee der Kodifizierung in Form abstrakter Gesetze folgt, so steht die japanische Rechtsordnung in diesem Punkt grundsätzlich in der kontinentaleuropäischen Rechtstradition.⁸² Die Folge sind oftmals komplizierte Vorschriften, die überdies mit Verweisungen und über das Gesetz verstreuten Definitionen untereinander verbunden sind, so dass sich der konkrete Inhalt eines Verbotes erst durch das Zusammenlesen verschiedener Normen erschließt. Dies trifft allen voran auf das FBG zu, das im Gegensatz zum deutschen WpHG nicht nur einen Ausschnitt des Kapitalmarktrechts zum Gegenstand hat, sondern alle grundlegenden Bereiche des Kapitalmarktrechts einschließlich des Übernahme- und des Prospektrechts umfasst und mit über 900 Artikeln ein umfangreiches Regelwerk darstellt, in dem Verweisungen quer durch das Gesetz recht häufig aufzufinden sind.⁸³ Viele der Vorschriften zeichnen sich wiederum durch einen außergewöhnlich komplizierten Aufbau und zahlreiche ausfüllungsbedürftige Begriffe aus.

Speziell im Bereich der Insiderregelung verfolgte der Gesetzgeber angesichts der negativen Erfahrung mit der abstrakten Vorschrift des Art. 157 FBG primär das Ziel, in den neu geschaffenen Vorschriften die formalen Tatbestandsvoraussetzungen möglichst eindeutig festzulegen. Hierdurch sollte die Anwendbarkeit der Norm in der Praxis gewährleistet werden und der jeweilige Anwendungsbereich für den Normadressaten klar voraussehbar sein.⁸⁴ Zum Zeitpunkt des Wertpapierhandels sollte ein Anleger klar erkennen können, ob die fragliche Wertpapiertransaktion möglicherweise dem Verbot unterfällt oder nicht. Um dem Normadressaten diese Bewertung möglichst zu vereinfachen, wollte der Gesetzgeber weitestgehend auf objektiv konkrete Begrifflichkeiten zurückgreifen.⁸⁵ Dieses Ansinnen führte jedoch dazu, dass nunmehr das Pendel stark in

80 HOPT (Fn. 45) 28.

81 Zur Rezeption und Akkulturation westlichen Rechts in Japan siehe BAUM/BÄLZ (Fn. 9) Rn. 1 ff.

82 Wenngleich sich freilich auch hier zahlreiche Ausnahmen aufzeigen lassen, z. B. beim Kündigungsschutz im japanischen Recht.

83 KANDA/BAUM (Fn. 4) Rn. 13.

84 MAEDA (Fn. 79) 27.

85 KIMEDA/NISHIMURA ASAHI HÖRITSU JIMU-SHO KIKI KANRI GURŪPU (Fn. 51) 13 (dort in Fn. 19)

die andere Richtung ausgeschlagen ist: Im Gegensatz zur bisherigen abstrakten Regelung des Art. 157 FBG enthalten die speziellen Insiderregelungen der Artt. 166, 167 FBG eine komplexe und umfangreiche Aneinanderreihung von Absätzen, in denen die Tatbestandsvoraussetzungen in einer äußerst technischen und kasuistischen Weise normiert sind.⁸⁶ Anders als in § 13 WpHG im deutschen Recht enthält Art. 166 Abs. 2 FBG beispielsweise einen Katalog, in dem relevante Insidertatsachen detailliert aufgelistet werden. Weiter ausgefüllt bzw. begrenzt werden diese Vorschriften durch eine Reihe von Verordnungen.⁸⁷ Ein Großteil der Insidertatsachen wird auf diese Weise von feinjustierenden Regelungen mit objektiven Erheblichkeitsschwellen flankiert (sog. *keibi kijun* und *jūyō kijun*), um Bagatellfälle mittels fixer Schwellenwerte vom Anwendungsbereich des Insiderhandelsverbots auszunehmen.

Allerdings verzichtet die japanische Insiderregelung wiederum an anderer Stelle im Gesetz, nämlich im Rahmen eines ergänzenden Auffangtatbestandes zu den Insidertatsachen in Art. 166 Abs. 2 Nr. 4 (der sog. *basket clause*), auf konkrete Schwellenwerte zugunsten eines subjektiven Ansatzes, nach dem die Kurserheblichkeit der Insiderinformation relevant sein soll.⁸⁸ Dieser Ansatz ist der Regelung im deutschen Insiderrecht ähnlich, die mit dem Merkmal der erheblichen Kursbeeinflussung in § 13 Abs. 1 S. 2 WpHG einen (durchweg) subjektiven Ansatz verfolgt.

Die Vorgehensweise des japanischen Rechts, mittels Kombination von kasuistisch und formell aufgelisteten Insidertatsachen auf der einen Seite und einem Auffangtatbestand auf der anderen Seite möglichst viele denkbare Fallkonstellationen von Insiderhandel erfassen zu wollen, erscheint einerseits bemerkenswert. Andererseits ergeben sich hieraus neue Abgrenzungsprobleme, die noch nicht hinreichend geklärt und Gegenstand weiterer Diskussion im Schrifttum sind.⁸⁹ Jedenfalls wird sich insbesondere der juristische Laie den konkreten Regelungsinhalt der japanischen Regelung vor diesem Hintergrund wohl nur schwer erschließen können. Zweifelhaft ist daher, ob ein durchschnittlicher Anleger den Anwendungsbereich der Normen tatsächlich einzuschätzen

86 KIMEDA/NISHIMURA ASAHI HŌRITSU JIMU-SHO KIKI KANRI GURŪPU (Fn. 51) 13 (dort in Fn. 19).

87 Hierunter sind vor allem die Durchführungsverordnung zum FBG (*Kin'yū shōhin torihiki-hō shikō-rei*, Verordnung Nr. 321/1965) sowie die Kabinettsverordnung zur Regulierung des Wertpapierhandels (*Yūka shōken no torihiki-tō no kisei ni kansuru naikaku furei*, Kabinettsverordnung Nr. 59/2007) relevant. Allgemein zur Struktur des FBG sowie begleitende Sondergesetze und Verordnungen, KANDA/BAUM (Fn. 4) Rn. 13 ff.

88 „Tatsachen, die einen erheblichen Einfluss (*ichijirushii eikyō*) auf die Investitionsentscheidung der Anleger haben können.“

89 Vgl. nur bei M. KISHIDA, *Chūshaku Kin'yū shōhin torihiki-hō (dai-3-kan) – kōi kisei* [Kommentar zum Finanzprodukte- und Börsengesetz (Band 3) – Regulierung von Tathandlungen] (Tōkyō 2010) 155. Die Rechtsprechung hatte hierzu im Fall *Nihon Shōji* Gelegenheit, erste Leitlinien vorzugeben: OGH, Entscheidung vom 16.2.1999, Nr. 1997 a 1232/1245, Keishū 53-2, 1. Siehe hierzu auch H. ODA, *Recent Judgements of the Supreme Court*, in: *ZJapanR/J.Japan.L.* 7 (1999) 164; MATSUMOTO (Fn. 28) 140 ff.

vermag und sich ein Urteil bilden kann, ob eine konkrete intendierte Transaktion unter das Insiderhandelsverbot fällt oder nicht.⁹⁰ Angesichts des Wandels weg von der indirekten Fremdfinanzierung über Finanzinstitute hin zu einer direkten Unternehmensfinanzierung über den Kapitalmarkt⁹¹, wodurch die japanische Unternehmenslandschaft zunehmend auf die Bereitstellung von Eigenkapital breiterer Anlegerschichten angewiesen ist, erscheint diese Rechtsunsicherheit auch gesamtwirtschaftlich gesehen nicht unproblematisch. Es ist daher nicht verwunderlich, dass in Japan ein wesentlicher Kritikpunkt an den bestehenden Insiderregelungen die Komplexität der teilweise sehr technischen Vorschriften darstellt.⁹² Zu bedenken ist auch, dass in Japan wie in Deutschland Verstöße gegen Insiderhandelsverbote mit Freiheits- bzw. Geldstrafen, also den Mitteln des Strafrechts als schwerste Form der Sanktion geahndet werden können. Vergleichbar der Systematik des deutschen WpHG werden im FBG regelungstechnisch die einzelnen Insiderhandelsverbote durch Blanketttatbestände ergänzt, aus denen sich die Rechtsfolge der jeweiligen Verstöße ergibt (Art. 197 FBG ggf. i.V.m. Art. 207 FBG). Angesichts der *ultima ratio*-Funktion des Strafrechts und des Bestimmtheitsgrundsatzes werden daher ähnlich wie in der deutschen Diskussion in Japan die komplizierte Regelungstechnik und die Blanketttatbestände kritisch gesehen.⁹³ Trotz mancher Kritik im deutschen Schrifttum an hiesigen „kaskadenhaften“ Verweisungen⁹⁴ sind die Regelungen des WpHG dabei gegenüber der japanischen insgesamt deutlich übersichtlicher ausgestaltet. So sind beispielsweise einzelne Tatbestandselemente wie die Insiderinformation (§ 13 WpHG) oder Insiderpapiere (§ 12 WpHG) in Vorschriften „in unmittelbarer Nachbarschaft“ zu § 14 WpHG legaldefiniert.

2. Das generelle Verbot unrechtmäßigen Marktverhaltens

Das ursprünglich als fast wortgleiche Kopie der Rule 10b-5 ins japanische Recht übernommene generelle Verbot unrechtmäßigen Marktverhaltens wurde im Zuge der Reformen nicht gestrichen oder angepasst, sondern besteht in Gestalt des Art. 157 FBG unverändert fort. Der konkrete Anwendungsbereich und die eigentliche Funktion von Art. 157 FBG sind weiterhin unklar und Gegenstand anhaltender Diskussionen. Trotz oder gerade wegen der bis dato geringen Bedeutung für die Regelung von Insiderhandel in der

90 KIMEDA/NISHIMURA ASAHI HŌRITSU JIMU-SHO KIKI KANRI GURŪPU (Fn. 51) 14.

91 H. BAUM, Der japanische »Big Bang« 2001 und das tradierte Regulierungsmodell: ein regulatorischer Paradigmenwandel?, in: RabelsZ 64 (2000) 647 f.

92 Y. KAWAGUCHI et al., *Insaidā torihiki kisei no hikaku-hō kenkyū* [Rechtsvergleichende Forschung zur Regelung des Insiderhandels], in: Minshō-hō Zasshi [Zeitschrift für Zivil- und Handelsrecht] (2002) 426 ff.; H. KANSAKU, in: Kanda et al., *Kin'yū shōhin torihiki-hō komentāru (4)* [Kommentar zum Finanzprodukte- und Börsengesetz (Band 4)] (Tōkyō 2011) 113; NIPPON KEIDANREN, *Shōji Hōmu* 1687 (2004) 37–39; M. SHITANI, *Insaidā torihiki kisei no kadai* [Probleme bei der Regulierung des Insiderhandels], in: Jurisuto 1438 (2012) 37.

93 H. KANSAKU, in: KANDA et al. (Fn. 92) 112 ff; MAEDA (Fn. 79) 25 ff.

94 H.-D. ASSMANN/U. H. SCHNEIDER (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (6. Aufl., Köln 2012) vor § 38 Rn. 9 (Vogel).

Rechtspraxis tritt die Mehrheit im Schrifttum⁹⁵ weiterhin für eine „Aktivierung“ der Vorschrift bzw. deren Fruchtbarmachung für bestimmte Bereiche des Insiderrechts ein. Nach dieser Ansicht soll Art. 157 FBG als Generalklausel dabei im Wesentlichen zwei Funktionen ausfüllen.⁹⁶ Zum einen soll sie als Auffangvorschrift fungieren, um auch solche Formen marktmissbräuchlicher Verhaltensweisen flexibel erfassen zu können, die bislang von den Insiderregeln nicht explizit erfasst sind oder die vor dem Hintergrund fortschreitender Innovationen der am Kapitalmarkt gehandelten Finanzprodukte neu aufkommen.⁹⁷ Des Weiteren soll die Generalklausel des Art. 157 FBG bei besonders eklatanten Verstößen neben den Artt. 166, 167 FBG Anwendung finden. Vor dem Hintergrund der gesteigerten Strafandrohung nach Art. 157 FBG (bis zu zehn Jahren im Gegensatz zu bis zu fünf Jahren Zuchthaus bei Insiderhandel nach Artt. 166, 167 FBG) soll dies nur für Fälle gelten, in denen ein gesteigerter Unrechtsgehalt vorliegt.⁹⁸ In der Literatur werden verschiedene Beispiele genannt, in denen ein solcher eklatanter Verstoß anzunehmen sei.⁹⁹ Als Folgeproblem ergeben sich hieraus jedoch erhebliche Abgrenzungsschwierigkeiten zwischen dem Art. 157 FBG und den Artt. 158 ff. FBG, allen voran den speziellen Vorschriften zum Insiderhandelsverbot in Artt. 166, 167 FBG.¹⁰⁰

Zur Verdeutlichung der Insiderhandelsverbote im FBG und der Verortung im Regelungssystem zu unrechtmäßigen Verhaltensweisen beim Wertpapierhandel soll die nachfolgende Übersicht dienen.

-
- 95 Überblick zum Meinungsstand bei M. KONDŌ, in: Kanda et al. (Fn. 92) 12. Zur Begründung stützten sich die Vertreter auf das Argument, dass ein wesentliches Ziel des FBG darin bestehe, die Fairness auf dem Wertpapiermarkt sowie dessen Funktionsfähigkeit insgesamt zu erhalten.
- 96 Zum Nachstehenden siehe auch KIN'YŪ SHŌHIN TORIHIKI-HŌ KENKYŪ-KAI [Japan Securities Research Institute] (Hrsg.): *Kin'yū shōhin torihiki-hō kenkyū-kai kenkyū kiroku dai-21-gō, fu-kōsei torihiki ni tsuite – murakami fando jiken o chūshin ni* – [FIEL Research Group Study Report No. 21: About Unfair Trading – With a Focus on the Murakami Fund Case] (Tōkyō 2008) 66.
- 97 M. KONDŌ, in: KANDA et al., (Fn. 92) 12. Einzelne Vertreter möchten diese Auffangfunktion allerdings nur auf diejenigen unrechtmäßigen Verhaltensweisen begrenzen, die nicht dem Anwendungsbereich der Artt. 166, 167 FBG unterfallen und darüber hinaus einen besonders eklatanten Verstoß (*akusei no tsuyoi torihiki*) darstellen, siehe z.B. MAEDA (Fn. 79) 27 f.
- 98 KIN'YŪ SHŌHIN TORIHIKI-HŌ KENKYŪ-KAI (Fn. 96) 2
- 99 Beispielsweise bei K. NAMIKI, *Fusei na shōken torihiki no kinshi* [Das Verbot unrechtmäßigen Wertpapierhandels], in: *Hōgaku Kenkyū* 73-12 (2000) 55: Ein Verwaltungsratsmitglied einer Aktiengesellschaft, der eine große Menge an Aktien dieser Gesellschaft hält, erfährt von Befürchtungen, dass dem Unternehmen ein großer Verlust infolge einer fehlgeschlagener Transaktionen am Wertpapiermarkt droht. Während er mit aller Macht versucht, diese Tatsache zu vertuschen, veröffentlicht er absichtlich falsche Unternehmenszahlen und veräußert die von ihm gehaltenen Papiere des Unternehmens.
- 100 T. YAMASHITA/H. KANDA, *Kin'yū shōhin torihiki-hō gaisetsu* [Kommentar zum Finanzprodukte- und Börsengesetz] (Tōkyō 2010) 283.

Regelungsbereich	Art. FBG	Anwendungsbereich
Unrechtmäßiges Marktverhalten (Generalklausel)	Art. 157 Abs. 1	Generalklausel zur Unterbindung betrügerischer Verhaltensweisen (h.L.) / unrechtmäßiger Verhaltensweisen (OGH) am Kapitalmarkt (Anwendungsbereich und Abgrenzung zu Einzelschriften str.)
	Art. 157 Abs. 2, 3	Verbotene betrügerische Handlungsweisen am Kapitalmarkt, die eine Täuschung durch ein aktives Tun darstellen (falsche oder unvollständige Darstellung von Tatsachen). (Überschneidung des Anwendungsbereich mit der Vorschrift zur Marktmanipulation in Art. 159 FBG)
Marktmanipulation	Art. 158	Allgemeines Verbot der Verbreitung von Gerüchten, der Anwendung betrügerischer Mittel, der Anwendung von Gewalt oder Drohung (Abgrenzung im Verhältnis zu Art. 159 Abs. 2 sowie zu Art. 157 Abs. 2, 3 FBG str. ¹⁰¹)
	Art. 159	Verbot der Marktmanipulation etc. (Abgrenzung zu Artt. 158, 157 FBG str.)
Insiderhandel	Art. 163	Berichtspflichten über Eigengeschäfte
	Art. 164	Anspruch auf Herausgabe von <i>short swing profits</i>
	Art. 165	Verbot von Leerverkäufen
	Art. 166	Insiderhandel von Personen mit einer Verbindung zum Emittenten
	Art. 167	Insiderhandel im Zusammenhang mit einem öffentlichen Erwerbsangebot
	Art. 167-2	Insiderhandelsverbot bei Informationsweitergabe und Verleiten zum Handel mit Insiderpapieren aufgrund einer Empfehlung

3. Die speziellen Insiderregelungen der Artt. 166, 167 FBG

Zu den Insidervorschriften *im engeren Sinne* zählen Art. 166 FBG, der sich auf Personen mit einer Verbindung zu einer Gesellschaft (*kaisha kankei-sha*) bezieht, sowie Art. 167 FBG, der den Insiderhandel von Personen im Zusammenhang mit einem Bieter bei einem öffentlichen Erwerbsangebot bzw. einem Erwerber von Anteilen (*kōkai kaitsume-sha tō kankei-sha*) zum Gegenstand hat. Die Vorschriften unterscheiden sich zwar in ihrem Anwendungsbereich, bilden zusammengenommen jedoch den Kern des gegenwärtigen Insiderrechts.¹⁰² Gesetzestechnisch sind die Strukturen der Artt. 166, 167

101 Siehe hierzu bei KONDŌ/YOSHIHARA/KURONUMA (Fn. 53) 335; KONDŌ, in: Kanda et al. (Fn. 92) 17 ff.; KISHIDA (Fn. 89) 10 f.

102 E. KURONUMA, *Insaidā torihiki kisei to hōrei kaishaku* [Kommentar zu Regulierung von und Gesetze Insiderhandel], in: Kin'yū Hōmu Jijō 1866 (2009) 43. Zu den Insidervorschriften *im weiteren Sinne* sind die Berichtspflichten über Eigengeschäfte nach Art. 163 FBG, weiterhin

FBG zu einem bestimmten Grad spiegelbildlich ausgestaltet worden, so dass sich hinsichtlich der Voraussetzungen einzelner Tatbestandselemente und zu etwaigen Streitständen zahlreiche Parallelen ergeben.¹⁰³

Art. 166 FBG bezieht sich auf den paradigmatischen Fall des Insiderhandels: Nach dem Gesetzeswortlaut ist es einer „Person mit einer Verbindung zu einem Unternehmen“ (*kaisha kankei-sha*) untersagt, bei Kenntnis einer „wesentlichen Tatsache bezüglich der Geschäftstätigkeit eines an der Börse gelisteten Unternehmens“ (*jōjō kaisha-tō ni kakaru gyōmu-tō ni kansuru jūyō jijitsu*), mit einem zu diesem Unternehmen gehörigen Wertpapier Handel zu treiben, soweit die wesentliche Tatsache noch nicht veröffentlicht worden ist (*kōhyō ga sareta ato de nakereba*). Zentraler Begriff des Art. 166 FBG ist „die Person, die in Beziehung zu einem Unternehmen“ steht (*kaisha kankei-sha*). Für diese Personen ist kennzeichnend, infolge einer hervorgehobenen Stellung zum Emittenten mit sensiblen Informationen in Berührung zu kommen. Welche konkreten Personen zum Kreis der „dem Unternehmen zugehörigen Person“ gehören, ist in Art. 166 Abs. 1 Nr. 1-5 FBG recht offen formuliert. Es werden drei Gruppen unterschieden: (1) Insider im eigentlichen Sinne¹⁰⁴, (2) sog. „Quasi-Insider“¹⁰⁵ sowie (3) Informationsempfänger, die eine Insiderinformation von einem Insider bzw. Quasi-Insider erhalten haben und auf Grundlage der erhaltenen Information *selbst* eine Wertpapiertransaktion durchführen.

Der japanische Gesetzgeber hat mit Art. 167 eine zusätzliche Verbotsvorschrift zum Insiderhandel neben Art. 166 FBG geschaffen, um die besondere Situation bei einem öffentlichen Erwerbsangebot und vergleichbaren Fällen erfassen zu können.¹⁰⁶ Entscheidungen eines Bieters im Zusammenhang mit einem Erwerbsangebot und vergleichbaren Beteiligungserwerben stellen Informationen dar, die gewöhnlich einen großen Einfluss auf die Kursentwicklung der Aktien der Zielgesellschaft auszuüben vermögen. Sie sind daher ebenfalls Gegenstand des Insiderhandelsregimes.¹⁰⁷ Die Spezialregelung des Art. 167 FBG ist erforderlich, da im Gegensatz zu Art. 166 FBG, wo die Insiderinformation der börsennotierten Gesellschaft selbst entspringt, im Falle des Art. 167 FBG die

der Art. 164 FBG, nach dem Gewinne aus kurzfristigen Transaktionen herausverlangt werden können, sowie nach h.M. auch das Verbot von Leerverkäufen in Art. 165 FBG zu zählen. Einen Überblick hierzu bieten KISHIDA (Fn. 89) 108; G. TODA, in: Kanda et al. (Fn. 92) 85. Letztere drei Vorschriften sind als ergänzende Regelungen einzustufen, die präventiv Insiderhandel verhindern helfen sollen, MATSUMOTO (Fn. 28) 10; KIMEDA/NISHIMURA ASAHI HÖRITSU JIMU-SHO KIKI KANRI GURŪPU (Fn. 51) 19.

103 F. KOBAYASHI, *Insaidā torihiki kisei ni okeru 'kōkai kaitsuke-sha' no kentō* [Untersuchung zum Merkmal "Bieter in einem öffentlichen Erwerbsangebot" im Rahmen der Insiderregulierung], in: *Shōji Hōmu* 1958 (2012) 31.

104 (*Moto-*) *Naibu-sha*. Hierzu zählen insbesondere (frühere) Mitglieder der Verwaltung und (frühere) Angestellte des Emittenten sowie Großaktionäre.

105 *Jun naibu-sha*. Hiervon umfasst sind diejenigen außenstehenden Dritte, die aufgrund gesetzlicher Befugnisse oder aufgrund einer vertraglichen Vereinbarung vorübergehend mit der Gesellschaft in Verbindung stehen, wie Rechtsanwälte, externe Rechnungsprüfer etc.

106 KONDŌ/YOSHIHARA/KURONUMA (Fn. 53) 307.

107 KIMEDA/NISHIMURA ASAHI HÖRITSU JIMU-SHO KIKI KANRI GURŪPU (Fn. 51) 31, 434 f.

Entstehungsquelle der Information bezüglich eines öffentlichen Erwerbsangebots (*kōkai kaitosuke*) bei der Bietergesellschaft angesiedelt ist. Potentielle Insider sind daher bei einem öffentlichen Erwerbsangebot häufig auch auf der Seite des Bieters anzutreffen und stehen dann grundsätzlich nicht in einer Verbindung zum betreffenden Emittenten (in diesem Fall die Zielgesellschaft). Aus diesem Grund kann Art. 166 FBG nicht zur Anwendung kommen, da dessen Tatbestand eine Person mit einer Verbindung zur börsennotierten Gesellschaft (*kaisha kankei-sha*) voraussetzt.¹⁰⁸ Die beiden Vorschriften lassen sich mithin dahingehend typisieren, dass Insiderhandel bei Art. 166 FBG auf einer internen Information des Emittenten (*naibu jōhō ni motozuku torihiki*), im Falle des Art. 167 FBG jedoch auf einer externen Information (*gaibu jōhō ni motozuku torihiki*) basiert.¹⁰⁹

Im Einzelnen bestimmt der Gesetzeswortlaut in Art. 167 FBG, dass es einer „Person, die in einer bestimmten Beziehung zu einem Bieter etc. steht“ (*kōkai kaitosuke-sha tō kankei-sha*) und von einer „wesentlichen Tatsache über die Durchführung eines Erwerbangesotes etc.“ oder von einer „wesentlichen Tatsache über den Abbruch eines Erwerbangesotes etc.“ des Bieters erfährt, untersagt ist, Geschäfte mit „Wertpapieren etc., die im Zusammenhang zum Übernahmeangebot etc. stehen“ zu betreiben, bevor die wesentliche Tatsache über die Durchführung oder den Abbruch eines Erwerbangesotes „veröffentlicht“ wurde. Kurz gefasst ist also im Vorfeld eines Erwerbangesotes oder bei einem laufenden Angebot für Personen mit einer Verbindung zur Bietergesellschaft der Handel mit Wertpapieren der Zielgesellschaft verboten, sofern dieser auf einer nicht veröffentlichten Information über das bevorstehende Erwerbangesot oder dem Abbruch des laufenden Angebots basiert.¹¹⁰

Allein von ihrem äußeren strukturellen Erscheinungsbild her betrachtet sind die Insiderregelungen im japanischen und deutschen Recht demnach höchst unterschiedlich ausgestaltet. Trotzdem lassen sich grundlegende Merkmale wiederfinden, die – in unterschiedlicher Ausprägung – grundsätzlich allen Insiderregelungen gemeinsam sind: Diese sind (1) der zu erfassende Täterkreis, also die Frage, wer als potentieller Insider gilt, (2) die Insiderinformationen sowie (3) die Tathandlung, nämlich eine Transaktion mit den von der Regelung umfassten Wertpapieren. Die Herangehensweise des japanischen Rechts, die Insiderregelung auf zwei Vorschriften zu verteilen, hebt sich deutlich von der Grundstruktur der deutschen Insiderregelung mit ihrer zentralen Vorschrift des § 14 WpHG ab. Andererseits sind einzelne grundlegende Elemente des Insiderverbotes, die

108 KISHIDA (Fn. 89) 170.

109 E. KURONUMA, *Kin'yū shōhin torihiki-hō nyūmon* [Einführung zum Finanzprodukte- und Börsengesetz] Nikkei Bunko 1189 (3. Aufl., Tōkyō 2009) 134.

110 KANDA/BAUM (Fn. 4) Rn. 37. Der Anwendungsbereich des Art. 167 FBG ist jedoch nicht allein auf Informationen im Zusammenhang mit bestimmten Erwerbangesoten beschränkt, sondern erfasst ebenfalls durch Verordnung näher bestimmte Vorgänge, die den Erwerbsvorgängen gleichzusetzen sind. Konkret handelt es sich dabei nach Art. 31 FBG-DVO um den Erwerb von Aktien, durch den der Bieter seine Beteiligungsquote an der Zielgesellschaft auf mehr als 5 % der stimmberechtigten Aktien erhöht.

im WpHG auf verschiedene Vorschriften verteilt sind, in den Artt. 166, 167 FBG direkt niedergelegt. Dies betrifft beispielsweise die Definition der Insiderinformation (Artt. 166 Abs. 2, 167 Abs. 2 FBG im Gegensatz zu § 13 WpHG) oder die Frage, wann eine Information als veröffentlicht gilt (Artt. 166 Abs. 4, 167 Abs. 4 FBG). Auffällig ist auch die umfangreiche Unterscheidung des Täterkreises in Insider im engeren Sinne, Quasi-Insider und Tippempfänger auf Tatbestandsebene im japanischen Recht (Artt. 166 Abs. 1, 167 Abs. 1 FBG). Im Gegensatz zur früheren Regelung kommt im gegenwärtigen deutschen Insiderrecht einer solchen Unterscheidung der Personengruppen auf der Tatbestandsebene keine Bedeutung mehr zu.¹¹¹ Die Frage nach den unterschiedlichen Gruppen von Insidern wird hier erst auf der Rechtsfolgenseite im Rahmen der Straf- und Bußgeldvorschriften der §§ 38, 39 WpHG relevant. Hinsichtlich der Frage, welche Wertpapiere vom Insiderhandelsverbot erfasst werden, erscheint die japanische Regelung ebenfalls enger als die deutsche. Im Unterschied zur relativ offenen Reichweite des Insiderpapierbegriffs in § 12 WpHG stellen Insiderpapiere in Japan nur die „spezifizierten Wertpapieren etc.“ (*tokutei yūka shōken*, Art. 163 Abs. 1 FBG) dar, also solche, die sich auf den jeweils betreffenden börsennotierten Emittenten beziehen.¹¹² Es werden demnach nur diejenigen Wertpapiere eines Emittenten erfasst, der zugleich die Quelle der Insiderinformation darstellt (so im Falle des Art. 166 FBG) oder auf den sich eine Information über ein öffentliches Erwerbsangebot bezieht (Art. 167 FBG).

Hinsichtlich der Deliktsnatur stellen die Artt. 166, 167 FBG nach der h. M. im japanischen Recht sog. Formaldelikte dar (*keishiki-han*).¹¹³ Kennzeichen der Formaldelikte ist, dass sich der Tatbestand in der Beschreibung der verbotenen Handlung erschöpft. Eine bestimmte Handlungsweise wird bei Vorliegen der Tatbestandsmerkmale demnach formal als Gesetzesverstoß gewertet, unabhängig vom Motiv und Ziel des Täters oder dem Vorliegen eines tatsächlichen Schadens.¹¹⁴ Ob im konkreten Fall durch die Wertpapiertransaktion ein Gewinn erlangt wurde, also ein Taterfolg eintritt, ist für die Strafbarkeit dagegen bedeutungslos. Dies erscheint konsequent, denn schließlich hängt die Preisbildung des Wertpapiers von weiteren, zufälligen Faktoren am Markt ab, wodurch der Insider im Einzelfall auch einen Verlust erleiden mag.¹¹⁵ Die japanische Regelung stellt rein formell auf ein bloßes Wissen der Insiderinformation zum Zeitpunkt der Transaktion ab, verlangt aber zwischen beiden keinen Kausalzusammenhang. Daher ist *nicht* erforderlich, dass die Insiderinformation etwa „verwendet wurde“, oder dass die

111 SCHWARK/ZIMMER (Fn. 2) vor § 12 WpHG Rn. 20 (Schwark/Zimmer).

112 Anschaulich hierzu die Übersicht bei T. KOTANI, *Insaidā torihiki – sōba sōju – kyogi kisai kisei no subete* [Gesamtdarstellung zur Regulierung von Insiderhandel, Marktmanipulation sowie des Fälschens von Wertpapierberichten] (Tōkyō 2009) 91.

113 K. YAMANAKA, *Keihō Gaisetsu I – Sōron* [Strafrecht 1 Allgemeiner Teil] (Tōkyō 2008) 62 f.

114 KIMEDA/NISHIMURA ASAHI HŌRITSU JIMU-SHO KIKI KANRI GURŪPU (Fn. 51) 10 f.

115 S. HATTORI, *Insaidā torihiki kisei no subete* [Gesamtdarstellung der Insiderregelung] (Tōkyō 2001) 299.

Transaktion „auf Basis der Insiderinformation“ durchgeführt wurde.¹¹⁶ Insofern erübrigt sich auch das Erfordernis, eine innere psychische Kausalität beim Täter nachweisen zu müssen. Hierin besteht ein bedeutender Unterschied zum europäischen bzw. deutschen Insiderregime, wo gerade die Interpretation des Verwendungserfordernisses spätestens seit der *Spector*-Entscheidung des EuGH¹¹⁷ und dessen Bedeutung für das deutsche Insiderrecht für erhebliche Diskussionen sorgt.¹¹⁸ So setzt das deutsche Recht ein „Verwenden“ der Insiderinformation dergestalt voraus, dass die Information für die Transaktion ursächlich geworden sein muss, mithin der Täter die Information zumindest in seine Handlung hat miteinfließen lassen.¹¹⁹ Entscheidend ist demgegenüber nach der japanischen Regelung allein, dass ein Insider in Kenntnis der Insidertatsache die fragliche Transaktion ausführt.

Schließlich sieht ähnlich wie im deutschen Insiderrecht die japanische Insiderregelung so genannte *safe harbor*-Bestimmungen vor, nach denen bestimmte Sachverhalte grundsätzlich vom Insiderhandelsverbot ausgenommen sind.

4. Insiderhandelsverbot bei Informationsweitergabe und Verleiten zum Handel

Nach den speziellen Insiderregeln der Artt. 166, 167 FBG zählen zum Kreis der potentiellen Insider lediglich der jeweilige Empfänger einer Insiderinformation („*tippee*“), die eine Insiderinformation von einem Insider bzw. Quasi-Insider erhalten haben und auf Grundlage der erhaltenen Information selbst eine Wertpapiertransaktion durchführen. Nicht erfasst wird aber der Tippgeber selbst, sofern dieser die Transaktion nicht selbst durchführt (und damit ggf. als Insider bzw. Quasi-Insider gilt). Im Gegensatz zur deutschen Regelung in § 14 Abs. 1 Nr. 2, 3 WpHG, der ein Verbot der Weitergabe, des Zugänglichmachens, Empfehlens oder Verleitens enthält, ist von Artt. 166 Abs. 3, 167 Abs. 3 FBG weder die Weitergabe der Insiderinformation an sich noch das Empfehlen oder Verleiten zum Handel mit Papieren erfasst.¹²⁰ Es war nach der bisherigen über Jahre geltenden Insiderregelung im FBG somit nicht verboten, Nutzen aus der Weitergabe

116 YOKOBATAKE (Fn. 74) 17.

117 Urteil vom 23.12.2009 – C-45/08, Wertpapiermitteilungen 2010, 65 = Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht 2010, 107.

118 C. CASCANTE/A. BINGEL, Insiderhandel – in Zukunft leichter nachweisbar? – Die Auslegung des Insiderrechts durch den EuGH und Folgen für die M&A-Praxis, in: NZG (2010) 161 ff.; W. BUSSIAN, Die Verwendung von Insiderinformationen, in: WM (2011) 8 ff.; K. LANGENBUCHER, The 'use or possession' debate revisited – Spector Photo Group and insider trading in Europe, in: Capital Markets Law Journal 5 (2010) 452 ff.

119 ASSMANN/SCHNEIDER (Fn. 94) § 38 Rn. 5 (Vogel).

120 YOKOBATAKE (Fn. 74) 127; E. KURONUMA, *Naibu-sha torihiki kisei no rippō-ron-teki kadai* [Probleme der Gesetzgebung zur Insiderregulierung], in: Iwahara/Kanda (Hrsg.), *Shōji-hō no tenbō: Atarashii kigyō-hō o motomete – Takeuchi Akio sensei tsuitō ronbun-shū* [Ausblick zum Handelsrecht: Auf der Suche nach eine neuem Unternehmensrecht. Festschrift zum Gedenken an Prof. Akio Takeuchi] (Tōkyō 1998) 319.

von Insiderinformationen zu ziehen.¹²¹ Im japanischen Schrifttum wurde daher schon seit längerem bemängelt, dass das japanische Insiderrecht als einziges im Vergleich zu anderen Insiderregimen bedeutender Finanzplätze ein Verbot der Weitergabe von Insiderinformationen nicht kennt.¹²² Nicht wenige Stimmen forderten ein eigenständiges Insiderverbot auch für die Weitergabe von Insiderinformationen sowie das Verleiten zum Handel mit Papieren aufgrund von Insiderwissen.¹²³ Dass diese Forderung nach einer eigenständigen Regelung letztlich berechtigt ist, verdeutlichen einige Insiderfälle der jüngsten Vergangenheit, bei denen Tipps zum Handel mit bestimmten Papieren seitens der Mitarbeiter von Finanzdienstleistern an Dritte zugespielt wurden.¹²⁴ Darunter fanden sich einige skandalträchtige Vorfälle größeren Ausmaßes,¹²⁵ die auch im Ausland wahrgenommen wurden. So häuften sich in den letzten Jahren Zeitungsartikel, in denen am Finanzplatz Japan abermals Kritik geübt und stärkere Transparenz sowie Fairness angemahnt wurden.¹²⁶ Sicherlich ist es auch diesem äußeren Druck der internationalen Öffentlichkeit geschuldet, dass der japanische Gesetzgeber erneut akuten Handlungsbedarf erkannt und die Problematik auf seine Reformagenda geschrieben hat. Im Auftrag der japanischen Regierung erarbeitete daraufhin der Finanzberatungsausschuss

121 Zwar ist grundsätzlich denkbar, dass sich Angehörige eines bestimmten Personenkreises durch eine Weitergabe sensibler Informationen wegen Geheimnisverrats (Art. 134 StG) strafbar machen (nämlich diejenigen Personen, denen von Gesetzes wegen eine besondere Verschwiegenheitspflicht obliegt, wie z. B. öffentliche Bedienstete, Rechtsanwälte etc.). Personen ohne besondere Eigenschaft wie reguläre Angestellte eines Unternehmens können demgegenüber nicht erfasst werden. Auch über die Anwendung des allgemeinen Strafrechts, wie gelegentlich im Schrifttum vorgeschlagen, lässt sich diese Lücke allenfalls im Einzelfall schließen, da die weiteren Voraussetzungen für eine Anstiftungs- oder Beihilfehandlung zu einem Insiderdelikt durch den Informationsweitergebenden oftmals nicht vorliegen, zumindest jedoch weitere Beweisschwierigkeiten mit sich bringen, YOKOBATAKE (Fn. 74) 211 f.; Y. WAKABAYASHI, *Zōshi no sai no insaidā torihiki to karauri ni taisuru hō-kisei* [Insiderhandel bei Kapitalerhöhung und gesetzliche Regelung gegen Leerverkäufe], in: Shōji Hōmu 1962 (2012) 30; H. KANSAKU, in: Kanda et al. (Fn. 92) 118.

122 MATSUO (Fn. 1) 46.

123 KURONUMA (Fn. 120) 318 f., 344; WAKABAYASHI (Fn. 121) 30.

124 Beispielsweise die Geschehnisse um die Wertpapierfirma *Nomura*, siehe hierzu die Artikel aus der Tagespresse: „Crawling out of insider quagmire“, *The Nikkei Weekly*, 8. Oktober 2012, 7; „Scandal four years in the making“, *The Nikkei Weekly*, 1. Oktober 2012, 12; „Muddy Waters. The deep roots of insider trading“, *The Economist*, 16. Juni 2012 auf <http://www.economist.com/node/21556947>.

125 Siehe hierzu auch die Übersicht bei S. OSAKI, *Regulatory Reform in the Wake of Insider Trading Incidents Related to Public Offerings of New Shares*, in: *NRI Papers* 190 (2013) 3.

126 Beispielsweise: „Muddy Waters. The deep roots of insider trading“, *The Economist*, 16. Juni 2012, auf <http://www.economist.com/node/21556947>; B. MCLANNAHAN, *Japan insider trading fears reawaken*, *Financial Times*, 22. April 2012 (abgerufen auf <http://www.ft.com/cms/s/0/4b06348a-7d67-11e1-81a5-00144feab49a.html#axzz1yFGnZIC6>); „Exklusiv-Untersuchungen zu Insider-Handel bei JPMorgan in Japan“, *Reuters*, 29. Mai 2012 (abgerufen auf <http://de.reuters.com/article/companiesNews/idDEBEE84S03E20120529>).

(*Kin'yū Shingi-kai*)¹²⁷ zu verschiedenen Teilbereichen des Kapitalmarktrechts Reformvorschläge. Die dem Ausschuss untergeordnete und im Juli 2012 eingesetzte „*Insider Working Group*“ (*insaidā torihiki kisei ni kansuru wākingu gurūpu*) oblag es hierbei, konkrete Reformvorschläge im Bereich des Insiderrechts zu erarbeiten. In ihrem Abschlussbericht findet sich insbesondere die Forderung, zukünftig auch die Weitergabe einer Insiderinformation an sich unter Strafe zu stellen.¹²⁸

Basierend auf diesen Vorschlägen wurde mit Inkrafttreten des Gesetzes zur Teilreform des FBG¹²⁹ am 1.4.2014 ein neuer Art. 167-2 im FBG eingefügt, der die Tathandlungsalternativen Weitergabe von Insidertatsachen (*jōhō dentatsu*) sowie Verleiten zum Handel mit Insiderpapieren aufgrund einer Empfehlung (*torihiki suishō*) nunmehr unter Strafe stellt. Dabei verweist Abs. 1 der Vorschrift auf die Konstellation des Insiderhandelsverbotes für (Quasi-) Insider nach Art. 166 FBG, während Abs. 2 auf das Insiderhandelsverbot im Rahmen eines öffentlichen Erwerbsangebotes nach Art. 167 FBG Anwendung findet.¹³⁰ Da nach dem Wortlaut des Art. 167-2 FBG die Informationsempfänger vom Anwendungsbereich der Vorschrift ausgenommen sind, beschränkt sich die Strafbarkeit bei der Weitergabe von Insiderinformationen oder beim Verleiten zum Insiderhandel nur auf die potentiellen Insider nach Art. 166 Abs. 1 bzw. Art. 167 Abs. 1 FBG (also die Insider und Quasi-Insider).¹³¹ Der Gesetzgeber verfolgt damit die Intention, den Kreis der Insider allein auf diejenigen Personen einzugrenzen, die in einer exklusiven Nähebeziehung zur börsennotierten Gesellschaft bzw. dem Bieter stehen.¹³² In beiden Tathandlungsvarianten ist ferner erforderlich, dass sich die Weitergabe der Insiderinformation bzw. das Verleiten zum Handel mit Insiderpapieren auch tatsächlich in eine entsprechende Transaktion durch den Dritten niedergeschlagen hat.¹³³ Zwar muss die Informationsweitergabe bzw. der Tipp nicht entscheidend für die Transaktion gewe-

127 Ausführlich zur Entstehung der *Shingi-kai* sowie deren wichtige Rolle im japanischen Gesetzgebungsprozess F. J. SCHWARTZ, *Advice and consent: The politics of consultation in Japan*, 48 ff., speziell zum *Shōken Torihiki Shingi-kai* (heute *Kin'yū Shingi-kai*) siehe dort S. 173 f.

128 Der Abschlussbericht der *Insider Working Group* vom 25.12.2012 ist einsehbar unter http://www.fsa.go.jp/singi/singi_kinyu/tosin/20121225-1/01.pdf (jap. Ausgabe) bzw. unter http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/singie_kinyu/20121225/02.pdf (engl. Ausgabe); zu einzelnen Zwischenberichten und Reformvorschlägen der *Insider Working Group* siehe auch den Kurzbericht in *Shōji Hōmu* 1973 (2012) 128; ebenso der Kommentar in der Rubrik „Scramble“ in: *Shōji Hōmu* 1974 (2012) 70.

129 *Kin'yū shōhin torihiki-hō tō no ichibu o kaisei suru hōritsu*, Gesetz Nr. 45/2013 vom 19.6.2013. Der neue Art. 167-2 FBG ist teilweise abgedruckt und besprochen bei S. NAKAMURA, *Insaidā torihiki kisei no heisei 25-nen kaisei to jitsumu-jō no sho-mondai* [Reform des Systems der Insiderregulierung im Jahr 2013 und verschiedene Probleme aus der Praxis], in: *Shōji Hōmu* 1998 (2013) 28 ff.

130 KIMEDA/NISHIMURA ASAHI HŌRITSU JIMU-SHO KIKI KANRI GURŪPU (Fn. 51) 555, 558 ff.

131 KIMEDA/NISHIMURA ASAHI HŌRITSU JIMU-SHO KIKI KANRI GURŪPU (Fn. 51) 558.

132 NAKAMURA (Fn. 129) 29 f.

133 Englische Ausgabe des Abschlussberichts der *Insider Working Group* (Fn. 128) 4 f.; KIMEDA/NISHIMURA ASAHI HŌRITSU JIMU-SHO KIKI KANRI GURŪPU (Fn. 51) 567 f.

sen sein, zumindest erforderlich ist aber ein Zusammenhang dahingehend, dass die infolge der Tathandlung weitergegebene Information einen Erwägungsgrund für die anschließende Transaktion dargestellt hat.¹³⁴ Eine Strafbarkeit scheidet somit aus, wenn es zu keinem Wertpapierhandel auf Grundlage der Insiderinformation kommt. In diesem Punkt unterscheidet sich die japanische von der deutschen Insiderregelung, bei der es für das Weitergabe- sowie Empfehlungs- bzw. Verleitungsverbot in § 14 Abs. 1 Nr. 2 und 3 WpHG unerheblich ist, ob letztlich eine Transaktion stattfindet oder nicht.

Eine wesentliche weitere Neuerung brachte der Art. 167-2 FBG durch die Aufnahme zusätzlicher subjektiver Tatbestandselemente: Da zwischen Unternehmen zu verschiedenen Anlässen notwendigerweise Informationen ausgetauscht werden, befürchtete der Gesetzgeber, dass infolge eines zu weit gefassten Verbotstatbestands reguläre Geschäftsaktivitäten gestört werden könnten.¹³⁵ Aus diesem Grund hatte sich die *Insider Working Group* dafür ausgesprochen, den Anwendungsbereich der Verbotsnorm auf die relevanten Fälle der Informationsweitergabe im Vorfeld eines Insiderhandels zu begrenzen.¹³⁶ In Umsetzung dieses Vorschlags verlangt Art. 167-2 FBG nunmehr, dass die Weitergabe bzw. das Verleiten „mit dem Ziel erfolgt, dem Dritten einen Vorteil zu verschaffen oder ihn vor einem Verlust zu bewahren“.¹³⁷ Von der Systematik her sind demnach aufgrund dieser subjektiven Tatbestandselemente die Informationsweitergabe sowie das Verleiten zum Handel mit Insiderpapieren als Absichtsdelikte (*mokuteki-han*) einzuordnen.¹³⁸ Wie zum einen die subjektiven Merkmale des Verschaffens eines Vorteils bzw. des Bewahrens vor einem Verlust beim Dritten sowie zum anderen die hierzu erforderliche Kausalitätsbeziehung zur Handlung der Informationsweitergabe bzw. des Verleitens im Einzelnen auszulegen sind und sich in das bestehende System der Insiderregelung einfügen, ist derzeit Gegenstand weiterer Diskussion.¹³⁹ Bislang zeichnete sich die japanische Insiderregelung nämlich durch einen streng formalistischen Ansatz aus, nach dem es

134 KIMEDA/NISHIMURA ASAHI HÖRITSU JIMU-SHO KIKI KANRI GURŪPU (Fn. 51) 568.

135 Englische Ausgabe des Abschlussberichts der *Insider Working Group* (Fn. 128) 4.; KIMEDA/NISHIMURA ASAHI HÖRITSU JIMU-SHO KIKI KANRI GURŪPU (Fn. 51) 561 f.; K. KIMEDA/T. SUZUKI, *Jōhō dentatsu, torihiki suishō kisei ni okeru jakkan no kaishaku-ron* [Dogmatik der Informationsweitergabe und Empfehlung zum Handel], in: *Shōji Hōmu* 2036 (2014) 4 ff.

136 So forderte der Bericht, dass die Weitergabe bzw. das Verleiten mit dem Ziel zu erfolgen habe, den Wertpapierhandel herbeizuführen (*torihiki o okonawaseru mokuteki*), siehe hierzu auch die Besprechung bei S. OSAKI, *Insaidā torihiki kisei minaoshi no gaiyō to kongo no kadai* [Überblick zur Reform des Systems der Insiderregulierung sowie zukünftige Probleme], in: *Shihon Shijō* [Kapitalmarkt] 331 (2013) 24; OSAKI, *Regulatory Reform in the Wake of Insider Trading Incidents Related to Public Offerings of New Shares* (Fn. 125) 4 f.

137 „*Tōgai tanin ni rieki o esase, mata wa tōgai tanin no songai no hassei o kaihi saseru mokuteki o motte*“.

138 KIMEDA/NISHIMURA ASAHI HÖRITSU JIMU-SHO KIKI KANRI GURŪPU (Fn. 51) 16.

139 Beispielsweise NAKAMURA (Fn. 129) 28 ff.; E. KURONUMA/T. TAKEDA/H. KIMEDA/S. NAKAMURA, *Insaidā torihiki kisei no minaoshi to kongo no kadai (ge)* [Reform der Insiderregulierung und künftige Aufgaben (Teil 2)], in: *Shōji Hōmu* 2012 (2013) 4, 9; KIMEDA/SUZUKI (Fn. 135) 6 f.

eben nicht erforderlich ist, dass ein Kausalzusammenhang zwischen der Kenntnis der wesentlichen Tatsache und der Wertpapiertransaktion besteht und es daher weder erforderlich ist, dass die Information wie im deutschen Recht „verwendet“ wurde, noch dass der Handel auf der Information beruhte.

IV. VERFOLGUNG UND SANKTIONIERUNG VON INSIDERHANDEL

Zumindest knapp soll abschließend auf die Verfolgung und Sanktionierung von Insiderhandel in Japan eingegangen werden.¹⁴⁰ In Japan obliegt die Erfassung und Verfolgung von Insiderhandel in erster Linie der *Securities and Exchange Surveillance Commission* (*Shōken Torihiki-tō Kanshi I'in-kai*, fortan SESC) als Teil des Aufsichtsamt für Finanzdienstleistungen (*Kin'yū-chō*, fortan FSA). Dabei ist die heutige Struktur der Aufsichtsarchitektur das Ergebnis eines schrittweisen Reformprozesses des Insider- und Marktaufichtsrechts, durch die das Aufsichtswesen insgesamt neu organisiert wurde.¹⁴¹ Gekennzeichnet ist dieser Prozess durch eine Loslösung vom übermächtigen Finanzministerium, dem bis dahin zentral die Aufsichtsbefugnisse über den gesamten Finanzmarkt zustanden, hin zu einer unabhängigen, *ex post* regulierenden Behörde. Die SESC war ursprünglich im Jahre 1992 aus der für die Marktauficht zuständigen Abteilung des Finanzministeriums als zunächst nur teilweise unabhängige Behörde hervorgegangen.¹⁴² Im Jahre 1998 erfolgte die Gründung der *Financial Supervisory Agency* (*Kin'yū Kantoku-chō*, „früherer“ FSA). Sie war als eine externe Abteilung direkt dem Kabinettsbüro des Premierministers unterstellt und sollte den angestrebten regulatorischen Wandel weg von einer ermessensgesteuerten *ex ante*-Kontrolle zu einer effizienten *ex post*-Kontrolle überwachen.¹⁴³ Die bereits bestehende SESC wurde in der Folge aus dem Finanzministerium ausgegliedert und als eine Abteilung mit Aufsichtsbefugnissen über den Kapitalmarkt in die FSA eingegliedert.¹⁴⁴ Nach weiteren Zwischenschritten¹⁴⁵ wurde der Wandel hin zu einer unabhängigen Aufsichtsbehörde schließlich zum Jahresanfang 2001 vollendet. Vorangegangen war eine Aufspaltung des Finanzministeriums in einen Teil, dem der Bereich aller Haushaltsangelegenheiten obliegt („neues“ Finanzministerium, *Zaimu-shō*) und ein neues Aufsichtsamt für Finanzdienstleistungen (*Kin'yū-chō*, fortan FSA).¹⁴⁶

140 Siehe ausführlich THIER (Fn. 8) 3. Kapitel C.

141 H. AOKI, *The New Regulatory and Supervisory Architecture of Japan's Financial Markets*, in: *ZJapanR/Japan.L.* 12 (2001) 101 f.

142 BAUM (Fn. 91) 636 (dort in Fn. 12); AOKI (Fn. 141) 102.

143 BAUM (Fn. 91) 656.

144 C. P. WELLS, *Financial Service and Regulation*, 567; AOKI (Fn. 141) 102. Zur Geschichte siehe ferner die Informationen auf der Internetseite der SESC unter <http://www.fsa.go.jp/sesc/english/aboutsesc/01.pdf>, letzter Zugriff 12. Oktober 2015.

145 Im Detail siehe hierzu AOKI (Fn. 141) 102 f.

146 Im Zuge dessen wurde die frühere FSA von 1998 durch die neue FSA abgelöst. H. AOKI, *Neuregelung von Aufsicht, Rechtsdurchsetzung und Finanzdienstleistungen in Japan*, in: *ZJapanR/Japan.L.* 16 (2003) 15 f. Der damit einhergehende regulatorische Umbruch spie-

Seit ihrer Gründung ist die SESC stetig personell gewachsen und hat eine zunehmend aktive und selbstbewusste Rolle bei der Wahrnehmung ihrer Aufsichtstätigkeit eingenommen.¹⁴⁷ Sie verfügt über die Kompetenz u.a. zur routinemäßigen Handelsaufsicht am Kapitalmarkt sowie zur Inspektion von Wertpapierfirmen und Wertpapierdienstleistern. Ferner überwacht sie die Einhaltung der im FBG festgelegten Verpflichtungen durch die Marktteilnehmer.¹⁴⁸ Bei Verdacht eines Verstoßes gegen Verhaltenspflichten am Kapitalmarkt leitet sie eigenständige Untersuchungen ein und gibt das Verfahren ggf. an die Staatsanwaltschaft ab oder gibt der FSA eine Empfehlung zur Verhängung einer verwaltungsrechtlichen Geldsanktion (*kachō-kin*, hierzu sogleich).

Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot können in Japan wie in Deutschland mit Freiheits- bzw. Geldstrafen, also den Mitteln des Strafrechts als schwerster Sanktionsform geahndet werden. Mangels gesetzlicher Grundlage fallen jedoch der Versuch und das fahrlässige Handeln nicht in den Anwendungsbereich der japanischen Vorschriften¹⁴⁹, so dass der Anwendungsbereich der Strafnormen im japanischen Recht enger ist als im deutschen Insiderrecht.¹⁵⁰ Bei Geldstrafen kennt das japanische FBG hingegen im Unterschied zum deutschen Recht die Möglichkeit, neben einer Strafe gegen eine natür-

gelt sich auch in der Änderung der Behördenbezeichnung von *Financial Supervisory Agency* zu *Financial Service Agency*, AOKI (Fn. 141) 103.

- 147 Allein die Zahl der direkt bei der SESC angesiedelten Mitarbeiter hat sich von 84 im Jahre 1992 auf 384 im Jahre 2010 gesteigert und damit mehr als vervierfacht; SESC, Annual Report 2013/2014, 148. O. MURAYAMA, *Shōken torihiki-tō kanshi-in Sado i'in-chō intabyū* [Interview mit dem Direktor der SESC Sado], in: *Hō to Keizai no Jānaru*. Asahi Judiciary (2010) 2 ff.
- 148 Zur Erfüllung ihrer Marktüberwachungsfunktion kooperiert die SESC mit anderen selbstregulierten Marktakteuren, beispielsweise den Börsen und Wertpapierdienstleistungsvereinigungen wie der *Nihon Shōken-gyō Kyōkai* (engl. *Japan Securities Dealers Association*, JSDA). Die JSDA ist eine unter den Bestimmungen des FBG errichtete, selbstverwaltete Vereinigung, die zum einen für ihre Mitglieder – i.d.R. Wertpapierdienstleister – und andere Akteure des Marktes als Intermediär fungiert und zum anderen dem Investorenschutz dient, indem sie die Marktaktivitäten ihrer Mitglieder überwacht. Die JSDA betreibt zur Vorbeugung von Insiderhandel das elektronische Datenbanksystem „J-IRISS“ (*Japan-Insider Registration and Identification Support System*), in dem die Namen potentieller Insider wie Verwaltungsratsmitglieder börsennotierter Unternehmen registriert und verwaltet werden können. Zur Marktaufsicht bedient sich die SESC auch des sog. „Compliance WAN“ (*konpuraiansu WAN*), eines abgesicherten nationalen Netzwerks zum elektronischen Datenaustausch zwischen der SESC, lokalen Finanzbehörden, den Börsen, Wertpapierfirmen und der JSDA. Der Vorteil dieses Netzwerks liegt nicht nur in der dauerhaften Verfügbarkeit und Sicherung relevanter Transaktionsdaten, sondern vor allem im zeit- und kostengünstigen Informationsaustausch zwischen den Teilnehmern. Über den ständigen Zugriff auf diese Daten steht der SESC eine effiziente *ex post*-Kontrolle verdächtiger Wertpapiertransaktionen zur Verfügung.
- 149 HATTORI (Fn. 115) 299. Vergleichbar der Regelung im deutschen Strafrecht wird im japanischen Strafrecht fahrlässiges Handeln allgemein nur dann bestraft, wenn dies spezialgesetzlich festgelegt ist (Art. 38 Abs. 1 StG).
- 150 Das deutsche Recht lässt z. B. bezüglich des Erwerbs und der Veräußerung von Insiderpapieren nach § 38 Abs. 4 i. V. m. § 14 Abs. 1 Nr. 1 WpHG leichtfertiges Handeln, für die Handlungen nach § 39 Abs. 3 WpHG Fahrlässigkeit genügen.

liche Person auch gegen eine juristische Person (Geld-)Strafen zu verhängen.¹⁵¹ Allerdings stellt sich bei der Rechtsverfolgung von Verstößen für die japanische und deutsche Rechtsordnung gleichsam die Problematik, dass angesichts des *ultima ratio*-Grundsatzes des Strafrechts, des aufwendigen Verfahrens und der hohen Beweisanforderungen den typischerweise schwer nachzuweisenden Verstößen gegen Verhaltenspflichten am Kapitalmarkt mit Mitteln des Strafrecht nur schwer begegnet werden kann. Dies gilt umso mehr, je geringfügiger die Schwere und Tragweite des Verstoßes ist. Im Gegensatz zum deutschen Recht verfügt das japanische Recht neben den Mitteln des Strafrechts allerdings nicht über ein allgemeines Recht der Ordnungswidrigkeiten.

Mit der Einführung einer verwaltungsrechtlichen Geldsanktion (*kachō-kin*) im Jahre 2005 hat der japanische Gesetzgeber jedoch ein eigenständiges Instrument entwickelt, auch geringfügigere Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot zu ahnden. Vorbild hierzu ist die verwaltungsrechtliche Geldsanktion bei Kartellverstößen¹⁵² nach den Vorschriften im Antimonopolgesetzes (AMG).¹⁵³ Als spezielle verwaltungsrechtliche Maßnahme dient die Geldsanktion hier der Ahndung illegaler Taten sowie in erster Linie der Abschöpfung zu Unrecht erlangter Gewinne. Die verwaltungsrechtliche Geldsanktion stellt ein eigenständiges Sanktionsmittel dar und ist insofern von den Geldbußen zu unterscheiden.¹⁵⁴ In funktionaler Hinsicht ist die Geldsanktion der Verwaltungsstrafe im deutschen Ordnungswidrigkeitsverfahren durchaus vergleichbar. Dabei hat sie als eine Sanktion, die in einem vergleichsweise einfachen und schnellen Verfahren verhängt werden kann, seit ihrer Einführung bei der Verfolgung von Insiderhandel rasch an Bedeutung gewonnen und bildet mittlerweile ein Schwergewicht bei der Sanktionierung von Insiderhandel.

Der Verfahrensablauf zur Verhängung einer Geldsanktion¹⁵⁵ ist ähnlich der verwaltungsrechtlichen Geldsanktion nach den Vorschriften im AMG ausgestaltet worden.¹⁵⁶ Die Geldsanktion wird nach der Durchführung eines Verwaltungsverfahrens durch eine entsprechende Zahlungsanordnung verhängt (*kachō-kin nōfu meirei*). Eine in der japanischen Gesellschaft nicht zu unterschätzende Bedeutung hat dabei die Tatsache, dass die FSA die Verstöße auch namentlich in der Öffentlichkeit bekannt macht (*naming and shaming*). Nicht zuletzt erhoffen sich SESC und FSA durch die Vorgehensweise, bereits

151 Ausführlich zur Bestrafung juristischer Personen im japanischen Strafrecht siehe M. IDA, Wirtschaftsstrafrecht, in: Baum/Bälz (Hrsg.), Handbuch Japanisches Handels- und Wirtschaftsrecht (Köln 2011) Rn. 12 ff.

152 Zu diesem Verfahren siehe A. NEGISHI/U. EISELE, Recht der Wettbewerbsbeschränkungen, in: Baum/Bälz (Hrsg.), (Fn. 151) Rn. 129 ff.

153 *Shiteki dokusen no kinshi oyobi kōsei torihiki no kakuho ni kansuru hōristu*, Gesetz betreffend das Verbot privater Monopolisierung und die Sicherung des lautereren Wettbewerbs, Gesetz Nr. 54/1947 i. d. F. des Gesetzes Nr. 69/2014.

154 K. SAKURAI/H. HASHIMOTO, *Gyōsei-hō* [Verwaltungsrecht] (3. Aufl., Tōkyō 2011) 188, 192 f.

155 Eine anschauliche Übersicht zum Verfahrensablauf findet sich bei M. KAWAMURA, *Kin'yū shōhin torihiki-hō* [Finanzprodukte- und Börsengesetz] (3. Aufl., Tōkyō 2010) 682.

156 Ausführlich zum Anhörungsverfahren bei Wettbewerbsverstößen siehe NEGISHI/EISELE (Fn. 152) Rn. 131 ff.

kleinere Verstöße gegen Verhaltenspflichten am Kapitalmarkt mit der Geldsanktion konsequent zu ahnden und öffentlich bekanntzumachen, eine generalpräventive Signalwirkung, um unrechtmäßigem Wertpapierhandel vorzubeugen.

Hingegen sieht sich mangels spezialgesetzlicher Anspruchsgrundlagen im FBG das japanische Recht im Bereich der zivilrechtlichen Haftung wegen Insiderhandels schlecht gerüstet. Notwendig ist daher ein Rückgriff auf das allgemeine Zivilrecht. Dabei besteht – vergleichbar dem deutschen Recht – eine große Hürde in dem Erfordernis, dass dem Grundsatz nach der Geschädigte im Prozess Beweis für sämtliche Anspruchsvoraussetzung zu erbringen hat.¹⁵⁷

Ein weiterer interessanter Unterschied zwischen dem japanischen und dem deutschen Recht lässt sich schließlich im Bereich der Publizitätspflichten ausmachen. Zwar unterliegen Unternehmen, die an einer Börse oder im Freihandel notiert sind, nach den Vorschriften des FBG bestimmten einmaligen oder wiederkehrenden Publizitätspflichten.¹⁵⁸ Im Gegensatz zum deutschen Kapitalmarktrecht, wo die in § 15 WpHG verankerte Ad-hoc-Publizität zum raschen Abbau von Informationsasymmetrien und damit zur Vorbeugung von Insiderhandel eine herausragende Rolle spielt, kennt das japanische Recht keine vergleichbare gesetzliche Pflicht zu Abgabe von Ad-hoc-Mitteilungen.¹⁵⁹ Allerdings existieren an den japanischen Börsen mit den Zulassungs- und Handelsregeln der Börse privatrechtliche Regelwerke, wonach die notierten Unternehmen verpflichtet sind, zeitnah und umfassend kursrelevante Informationen zu veröffentlichen (*tekiji kaijitō* oder auch *taimurī disukurōjā* vom engl. *timely disclosure*).¹⁶⁰ Viele der nach diesen

157 Für eine deliktische Haftung nach der deliktischen Generalklausel des Art. 709 Zivilgesetz ist der Anspruchsteller daher von der Handlung über die Höhe des Schadens bis zum Kausalzusammenhang und den subjektiven Voraussetzungen für alle Tatbestandsmerkmale beweispflichtig, was in den wenigsten Fällen gelingen wird, M. KONDŌ, *Kinji no saiban-rei kara mita minji sekinin no kadai to tenbō* [Probleme und Ausblick zur zivilrechtlichen Haftung aus Sicht jüngster Beispiele der Rechtsprechung], in: *Jurisuto* 1444 (2012) 38; YAMASHITA/KANDA (Fn. 100) 309 f.; MATSUMOTO (Fn. 28) 282.

158 KANDA/BAUM (Fn. 4) Rn. 18 ff.

159 KANDA/BAUM (Fn. 4) Rn. 24 f.; J. YOKOYAMA, *Insaidā torihiki kisei ni okeru 'kettei' to jitsugen kanō-sei. Iwayuru murakami fando jiken saikō-sai kettei* [Das Merkmal der "Entscheidung" im Rahmen der Insiderregulierung und deren Eintrittswahrscheinlichkeit. Entscheidung des Obersten Gerichtshofes im so genannten Murakami Fund Fall], in: Daiwa Institute of Research, *Legal and Tax Report* (2011) 14. Bei im Gesetz näher bestimmten außergewöhnlichen Vorkommnissen besteht die Pflicht, diese ohne Verzögerung an die FSA zu melden. Diese Berichte sind aber nicht notwendigerweise zu veröffentlichen, so dass das allgemeine Anlegerpublikum die Informationen nicht zeitnah verwenden kann.

160 KANDA/BAUM (Fn. 4) Rn. 24. Ausführlich zu den öffentlich-rechtlichen Berichtspflichten und den privatrechtlichen Publizitätspflichten siehe Y. KUBO, *Kōteki kisei to jishu kisei ni yoru disukurōjā no kōsei to kadai* [Struktur und Probleme der öffentlich-rechtlichen und privatrechtlichen Regulierung von Publizitätspflichten], in: SŌGŌ DISUKURŌJĀ KENKYŪ-JŌ (Hrsg.), *Kin'yū shōhin torihiki-hō jō no disukurōjā seido ni kansuru kadai (Bessatsu Shōji Hōmu No. 369)* [Probleme des Publizitätssystems nach dem Finanzprodukte- und Börsengesetz (Shōji Hōmu Sonderband Nr. 369)] (Tōkyō 2012) 137 ff.

Regelwerken zu veröffentlichen kursrelevanten Informationen entsprechen den in den Artt. 166, 167 FBG niedergelegten insiderrelevanten Tatsachen.¹⁶¹ Auf diese Weise wird die aus deutscher Sicht bestehende Lücke bei der Ad-hoc-Publizität zumindest teilweise geschlossen.

V. SCHLUSSBETRACHTUNG

Das gegenwärtige japanische Insiderrecht ist das Ergebnis einer im Ausgangspunkt breiten Übernahme kapitalmarktrechtlicher Vorschriften aus dem US-amerikanischen Recht und einer nachfolgenden Adaption an japanische Gegebenheiten und Bedürfnisse. Dabei kann das japanische Insiderrecht als ein anschauliches Beispiel verdeutlichen, dass trotz der Ähnlichkeit des geschriebenen Rechts (*law on the book*) die Wirkung von transferierten Regeln in der Rechtswirklichkeit (*law in action*) der ursprünglichen und der aufnehmenden Rechtsordnung gänzlich verschieden sein können. Während sich in den USA auf Grundlage der ursprünglichen Rule 10b-5 eine differenzierte Rechtsprechung und ein effizientes Insiderregime entwickelte, verdeutlicht das gelebte Recht in der Praxis, dass die rezipierte Regel im japanischen Kontext zwar formell in Kraft war, zur Bekämpfung von Insiderhandel aber offensichtlich über Jahrzehnte nicht effektiv funktionierte. In der *legal transplant* Diskussion wird für eine effektive Wirksamkeit des *legal transplants* in der aufnehmenden Rechtsordnung den Motiven des Gesetzgebers eine tragende Bedeutung zugeschrieben. Die Übernahme einer schlichten Kopie der ursprünglichen Regelung stellt dabei eine denkbar schlechte Ausgangslage dar und führt in der Regel dazu, dass das *legal transplant* in der aufnehmenden Rechtsordnung wie ein Fremdkörper wirkt, solange sich der Kontext wesentlich von der ursprünglichen Umgebung der Regelung unterscheidet. Eine solche fast wortgleiche Kopie stellt das japanische Pendant der US-amerikanischen Rule 10b-5 dar, die ohne Anpassung an das unterschiedliche Regelungsumfeld des japanischen Rechts aufgenommen wurde. Eine effektive Regulierung des Insiderhandels mittels der übernommenen Regelung war aber seitens des japanischen Gesetzgebers wohl gar nicht gewollt. Mit der Einführung eines Insiderrechts nach US-amerikanischem Vorbild verfolgte der japanische Gesetzgeber vielmehr in erster Linie eine „symbolische Politik“, um die seitens der US-amerikanischen Besatzungsmacht auferlegten Bedingungen zur Wiedereröffnung der Börsen nach dem Ende des Zweiten Weltkriegs zu erfüllen. Die pragmatische Vorgehensweise des japanischen Gesetzgebers kann unter dem Gesichtspunkt des für die japanische Gesellschaft charakteristischen Wirklichkeitsdualismus gesehen werden, dass mit der Übernahme der ursprünglichen Regelungen der japanische Gesetzgeber nach außen hin

161 Siehe beispielsweise die Vorgaben der Börse Tōkyō mit Auflistungen kursrelevanter Informationen, die notierte Unternehmen unverzüglich veröffentlichen müssen. Online abrufbar unter http://jpx-gr.info/rule/tosho_regu_201305070007001.html (dort in Art. 402–420), letzter Zugriff 15.10.2015.

die formale Ebene (*tatema*) erfüllen wollte, der die Ebene des tatsächlich gelebten Rechts in der Wirklichkeit (*hon*) gegenübersteht.¹⁶² Als sich der japanische Kontext zu verändern begann und eine Aktivierung des Insiderrechts sowie ein Wandel der Marktaufsicht aus Sicht des japanischen Gesetzgebers notwendig wurden, haben die Reformen des japanischen Insiderrechts die Adaption an den Rechtskontext geleistet und damit nicht nur ein effektives *transplant* zumindest teilweise ermöglicht, sondern mit den neu hinzugefügten Regelungen auch etwas Eigenständiges hervorgebracht.

Die gesteigerte Effektivität der Insiderregelung lässt sich seitdem auch anhand ihrer Durchsetzung in der Rechtswirklichkeit ablesen, wobei der japanische Gesetzgeber mit der Einführung einer verwaltungsrechtlichen Geldsanktion als effizientes Verfahren auf Seiten der Rechtsverfolgung ebenfalls eigene Wege beschreitet. Der beschriebene Wandel spiegelt sich schließlich in einer veränderten öffentlichen Wahrnehmung von Insiderhandel und einem gestiegenen Problembewusstsein wider. Dabei sind aktuelle Insiderfälle nicht nur Gegenstand der Diskussion im juristischen Schrifttum, sondern auch in der Öffentlichkeit und der Tagespresse. Hierzu beigetragen haben sicherlich auch besondere eklatante Fälle wie der Fall *Murakami Fund*¹⁶³. Der Fall *Murakami Fund* verdeutlicht nicht nur, dass japanische Gerichte im Einzelfall durchaus bereit sind, auch längere Haftstrafen bei Verstößen gegen das Insiderhandelsverbot zu verhängen, sondern zeigt zugleich, dass nach der Reform der Insiderregeln auch die Anzahl der Insiderfälle vor höherinstanzlichen Gerichten zunimmt und sich nunmehr für die japanischen Gerichte die Möglichkeit einer konkretisierenden Rechtsprechung eröffnet.¹⁶⁴ Es wäre wünschenswert, dass dieser Trend anhält und die japanische Rechtsprechung weitere Gelegenheit findet, zu streitigen Fragen Stellung zu beziehen.

Weiterhin in der Kritik steht die japanische Insiderregelung wegen ihrer komplexen und im Vergleich zu den Insiderregelungen anderer Rechtsordnungen als unausgewogen empfundenen Regeln.¹⁶⁵ In der Tat erscheint beispielsweise die Vorgehensweise unsystematisch, kasuistische Auflistungen auf der einen Seite mit Auffangvorschriften auf der anderen Seite zu kombinieren. Für das japanische Insiderrecht sind daher klare Regelungen wünschenswert. Allerdings zeigt sich, dass die Vorstellungen von Teilen der Lehre und der Wirtschaft, wie dieses Ziel zu erreichen ist, nur schwer miteinander vereinbar sind: Während auf der einen Seite Teile der Lehre für die Aufgabe der kasuistischen Regelungstechnik zugunsten einer Anwendung von Generalklauseln eintreten, möchte die Praxis zwecks Vorhersehbarkeit einer möglichen Strafbarkeit an der formalistischen

162 SMALL (Fn. 4) 328.

163 Siehe Fn. 6.

164 M. THIER, Case No. 33. Insider Trading – Decision Regarding Carrying Out a Tender Offer – Decision-Making Organ, in: Bälz/Dernauer/Heat/Petersen-Padberg (Hrsg.), Business law in Japan – Cases and Comments. Writings in Honour of Harald Baum (Alphen aan den Rijn 2012) 347–358.

165 NIPPON KEIDANREN (Fn. 92) 37–39; SHITANI (Fn. 92) 37.

Regelungstechnik weiterhin festhalten und im Gegenzug abstrakte Elemente wie die Auffangvorschriften abschaffen.¹⁶⁶

Auch aus internationaler Sicht scheint das japanische Insiderrecht teilweise schwächer aufgestellt zu sein. Im Vergleich zur deutschen Regelung ist das japanische Insiderrecht, z. B. was den Kreis der Insider und die möglichen Insiderinformationen betrifft, deutlich enger gefasst. Dies ist eine direkte Folge der gesetzgeberischen Intention, den Anwendungsbereich der Artt. 166, 167 FGB nicht nur möglichst konkret vorzugeben, sondern zugleich auf den Bereich des Emittenten bzw. Bieters hinsichtlich der potentiellen Insider und der relevanten Insiderinformationen zu begrenzen. Demgegenüber verfolgt das deutsche Insiderrecht einen weit offeneren Zugriff, der über die Begriffe des Insiderpapiers und der Insiderinformation in den §§ 12, 13 WpHG als den zwei tragenden Pfeilern der Systematik erfolgt. Die von japanischer Seite vorgebrachte Begründung, aufgrund des strafrechtlichen Bestimmtheitsgebotes sei ein eindeutig festgelegter und vorhersehbarer Anwendungsbereich der Vorschriften vonnöten, überzeugt daher unter dem Gesichtspunkt vergleichbarer Grundsätze im deutschen Strafrecht nur bedingt.

Das japanische Insiderrecht scheint allerdings derzeit erneut an einem Wendepunkt angelangt zu sein. Symptomatisch hierfür ist, dass auch der Reformdruck von außen tendenziell wieder zunimmt. So häuften sich in jüngerer Vergangenheit Zeitungsartikel, in denen am Finanzplatz Japan erneut Kritik geübt und stärkere Transparenz sowie Fairness angemahnt wurden.¹⁶⁷ Auslöser der Stellungnahmen waren abermals skandalträchtige Vorfälle der letzten Jahre, darunter einige Insiderfälle größeren Ausmaßes, bei denen die Weitergabe von Insiderinformationen durch Finanzmarktintermediäre im Fokus stand.¹⁶⁸ Das Beispiel eines Insiderfalles, in dem ein Angestellter eine E-Mail mit Geschäftsinterna aus Versehen an eine Vielzahl von Empfänger versendete¹⁶⁹, verdeutlicht zudem die gewachsene Gefahr einer schnellen und nur schwer kontrollierbaren Verbreitung von Insiderinformationen auch durch den Einfluss neuer Informationstechnologien.¹⁷⁰ Die vor dem Hintergrund dieser aktuellen Geschehnisse angestoßene Reform, mit der seit 2014 nunmehr auch die Weitergabe von Insiderinformationen sowie das Verleiten zum Handel aufgrund Empfehlers vom Verbot erfasst wird, schließt in diesem

166 OSAKI, *Regulatory Reform in the Wake of Insider Trading Incidents Related to Public Offerings of New Shares* (Fn. 125) 7.

167 Siehe Fn. 126.

168 Siehe hierzu auch die Übersicht bei OSAKI, *Regulatory Reform in the Wake of Insider Trading Incidents Related to Public Offerings of New Shares* (Fn. 125) 3.

169 K. GOTŌ, *Shōken shijō to jōhō – Shijō kanshi no genjō kara* – [Wertpapiermarkt und Information – von der gegenwärtigen Situation der Marktaufsicht], in: *Shōji Hōmu* 1895 (2010) 27; M. SHIMAKAGE, *Kachō-kin jirei-shū no kōhyō to insaidā torihiki no keikō ni tsuite* [Zur Veröffentlichung der Fallsammlung in Verfahren der Geldsanktion und den Tendenzen beim Insiderhandel], in: *Kaikei Kansa Jānaru* [Accounting & Audit Journal] 663 (2010) 103 f.

170 M. HAYASHI, *Japanese insider trading law at the advent of the digital age: new challenges raised by the internet and communication technology*, in: *Hastings Comm. & Ent.L.J.* 23 (2000) 157.

Zusammenhang eine im internationalen Vergleich bedeutende Lücke im japanischen Insiderrecht.

ZUSAMMENFASSUNG

Das aufgrund seiner Komplexität schwer zugängliche japanische Insiderrecht ist ein in westlicher Sprache bislang wenig erschlossenes Feld. Der Beitrag verschafft einen Überblick zur gegenwärtigen Struktur der japanischen Insiderregeln aus rechtsvergleichender Perspektive. Zudem wird auf die jüngste Reform zur Einführung einer Strafbarkeit für die Informationsweitergabe und das Verleiten zum Insiderhandel eingegangen, mit der eine im internationalen Vergleich bedeutende Lücke im japanischen Insiderrecht geschlossen wurde. Im Bereich der Rechtsdurchsetzung und Sanktionierung von Insiderhandel zeigen sich im Vergleich zum deutschen Recht ähnlich gelagerte Schwierigkeiten, was beispielweise hohe Verfahrenshürden im Strafrecht oder die zivilrechtliche Haftung wegen Insiderhandels betrifft. Andererseits verdeutlicht das Beispiel der Einführung einer verwaltungsrechtlichen Geldsanktion, dass das japanische Recht – mangels eines allgemeinen Rechts der Ordnungswidrigkeiten – eigenständige Sanktionsmittel und effiziente Verfahren entwickelt, um auch geringfügigere Verstöße gegen das Insiderhandelsverbot zu ahnden.

Die ursprünglich aus dem US-amerikanischen Recht entlehnten Regeln, allen voran eine fast wortgleiche Kopie der berühmten Rule 10 b-5, stellen ferner ein interessantes Beispiel für ein legal transplant dar, welches lange Zeit „totes Recht“ geblieben ist. Während sich auf Grundlage der Rechtsprechung in den USA ein differenziertes und effizientes Insiderregime entwickeln konnte, spielten die rezipierten Regeln in der japanischen Rechtswirklichkeit zur Bekämpfung von Insiderhandel jahrzehntelang keine Rolle. Zeitweise galt der japanische Kapitalmarkt als ein „Paradies für Insider“. Erst in jüngerer Vergangenheit hat das Insiderrecht in Japan erhebliche Bedeutung erlangt und findet in der japanischen Wissenschaft und Praxis zunehmend Beachtung. Die Beitrag stellt aus historischer Perspektive mögliche Gründe für die mangelnde Effektivität der Regeln in der japanischen Rechtswirklichkeit dar und verdeutlicht, wie die übernommenen Regeln in einem sich wandelnden Kontext zu einem praktisch bedeutsamen, eigenständigen Instrument zur Bekämpfung des Insiderhandels fortentwickelt wurden.

SUMMARY

Comprehensive studies on the complex field of Japanese insider trading regulation in western languages are still quite rare. The article outlines the current regulatory framework from a comparative perspective. Furthermore it introduces the recent reform of Japanese insider trading regulation concerning the prohibition of disclosure of insid-

er information and trading recommendations. By this reform, a significant regulatory gap in comparison to international insider trading regimes has been closed. Compared to German law, existing instruments of enforcement in Japanese law face similar difficulties, such as high hurdles with regard to criminal prosecution of, and civil liability for, insider trading. The introduction of an administrative monetary sanction demonstrates that – in the absence of a general system of administrative offences – distinctive enforcement measures and efficient procedures have been developed in Japanese law in order to sanction even minor violations of insider regulation.

Japanese insider trading regulations, originally closely modelled on US-capital market rules such as Rule 10 b-5, at the same time constitute an interesting example of a legal transplant which for decades remained virtually ineffective in the new context of the receiving jurisdiction. While US courts refined the rules and gradually developed them into an efficient insider trading regime, only in recent years the imported rules have become part of the Japanese law in action. As a result, Japanese capital markets have long been considered an “Insider’s paradise”. Only recently insider trading regulations gained considerable importance and attention in jurisprudence as well as practice in Japan. This article discusses the reasons for the ineffectivity of the Japanese rules from a historical perspective. Furthermore it shows how, against a background of a changing context, Japan gradually turned the initially unsuccessful legal transplant into an effective insider trading regime of her own.

