



universität  
wien

# DISSERTATION

## Emittenten-Compliance Vorschriften im Vergleich: Österreich – Deutschland – USA

Verfasser

Mag. Gerald Augustin, LL.M.

angestrebter akademischer Grad

Doktor der Rechtswissenschaften (Dr. iur.)

Wien, September 2011

Studienkennzahl lt. Studienblatt:  
Studienrichtung lt. Zulassungsbescheid:  
Betreuer:

A 083 101  
Rechtswissenschaften  
o. Univ.-Prof. Dr. Josef Aicher



## **Danksagungen**

Mein ganz besonderer Dank gilt meiner Familie, vor allem meinen Eltern, die mich stets unterstützt und ermutigt haben, meinen Weg zu gehen. Ganz besonders möchte ich mich bei meiner Frau bedanken. Ohne ihren Zuspruch, ihre Unterstützung und vor allem ihre Geduld wäre eine Fertigstellung dieser Arbeit undenkbar gewesen.

Bei Herrn RA Mag. Christoph Brogyányi möchte ich mich für die unzähligen Fachgespräche bedanken, die wesentlich zu meinem Verständnis der Praxis des österreichischen und europäischen Kapitalmarktrechts beigetragen haben. Herrn Professor Alexander W. Sierck und Herrn Professor Mark A. Sreere, die mir während meines Studiums am Georgetown University Law Center, Washington DC, wertvolle Einblicke in das US-amerikanische Verständnis von Compliance geboten haben, gilt gleichermaßen mein spezieller Dank.

Schließlich bin ich Herrn o. Univ.-Prof. Dr. Josef Aicher zu herzlichem Dank für die Bereitschaft zur Übernahme der Betreuung dieser Dissertation verpflichtet. Ebenso herzlich danke ich Herrn o. Univ.-Prof. Dr. Heinz Krejci für seine Bereitschaft, die Rolle des Zweitbegutachters zu übernehmen.

Wien, im September 2011



## Inhaltsverzeichnis

1.	Einleitung .....	1
1.1.	Begriffsbestimmung.....	3
1.1.1.	Compliance.....	3
1.1.2.	Compliance-Programm, Compliance-Maßnahmen und Compliance-Organisation..	7
1.1.3.	Insiderverbote und Insider-Compliance .....	8
1.2.	Gang der Untersuchung .....	8
2.	Begriffsbestimmung .....	11
2.1.	Insiderrecht .....	11
2.1.1.	Entwicklung des Insiderrechts.....	12
2.1.2.	Theorie des Insiderrechts.....	14
2.1.3.	Regulierungsmodelle .....	19
2.1.4.	Strafrechtliches Insiderhandelsverbot .....	21
2.1.5.	Flankenschutz .....	24
2.2.	Compliance .....	26
2.2.1.	Zentrale Aspekte von Compliance .....	29
2.2.2.	Gründe für ein Compliance-Programm .....	35
2.2.3.	Compliance als Risikomanagement .....	39
2.2.4.	Organisatorische Verankerung .....	42
2.2.5.	Eckpunkte eines Compliance-Programms.....	43
2.2.6.	Erfolgs- und Effizienzmessung .....	55
2.3.	Corporate Governance .....	57
2.3.1.	Konvergenz von Corporate Governance Systemen?.....	60
2.3.2.	Einfluss internationaler Standards.....	62
2.3.3.	Erfolgsmessung von Corporate Governance .....	63
2.3.4.	Cross-Listings und Corporate Governance .....	64
2.3.5.	Von der freiwilligen Selbstregulierung zur gesetzlichen Anerkennung.....	65
2.3.6.	Verhältnis von Corporate Governance zu Compliance .....	67
3.	Europäisches Insiderrecht und Compliance .....	70
3.1.	Entwicklung .....	71
3.2.	Insiderrecht .....	74
3.2.1.	Anwendungsbereich .....	75
3.2.2.	Insider .....	75
3.2.3.	Insiderpapiere .....	76
3.2.4.	Insiderinformation .....	76
3.2.5.	Tathandlungen .....	81
3.2.6.	Subjektive Tatseite .....	83
3.2.7.	Ausnahmen vom Insiderverbot.....	84
3.2.8.	Strafe.....	84
3.2.9.	Flankenschutz .....	85
3.3.	Compliance .....	88

3.3.1.	Insiderverzeichnis .....	89
3.3.2.	Gewährleistung der Vertraulichkeit bei Aufschub einer Ad-hoc Mitteilung .....	90
4.	Insiderrecht und Compliance in Österreich .....	91
4.1.	Entwicklung .....	91
4.2.	Insiderrecht .....	95
4.2.1.	Tatbestand .....	96
4.2.2.	Unternehmensstrafrecht .....	97
4.2.3.	Strafe .....	100
4.2.4.	Sonderstrafprozessrecht .....	103
4.2.5.	Aufsichtsbehörde .....	104
4.2.6.	Flankenschutz .....	106
4.3.	Compliance .....	109
4.3.1.	Pflicht zur Compliance .....	109
4.3.2.	Insiderspezifische Compliance Maßnahmen .....	116
5.	Insiderrecht und Compliance in Deutschland .....	130
5.1.	Entwicklung .....	130
5.2.	Insiderrecht .....	134
5.2.1.	Tatbestand .....	135
5.2.2.	Unternehmensstrafrecht .....	136
5.2.3.	Strafe .....	137
5.2.4.	Aufsichtsbehörde .....	140
5.2.5.	Flankenschutz .....	142
5.3.	Compliance .....	145
5.3.1.	Pflicht zur Compliance .....	146
5.3.2.	Insiderspezifische Compliance Maßnahmen .....	155
6.	Insiderrecht und Compliance in den USA .....	164
6.1.	Entwicklung .....	165
6.2.	Insiderrecht .....	170
6.2.1.	Quellen des Insiderrechts .....	170
6.2.2.	Anwendungsbereich .....	172
6.2.3.	Insider .....	174
6.2.4.	Insiderpapiere .....	178
6.2.5.	Insiderinformation .....	178
6.2.6.	Tathandlungen .....	181
6.2.7.	Subjektive Tatseite .....	182
6.2.8.	Unternehmensstrafrecht .....	184
6.2.9.	Strafe .....	186
6.2.10.	Sonderbestimmungen .....	189
6.2.11.	Aufsichtsbehörde .....	190
6.2.12.	Flankenschutz .....	192
6.3.	Compliance .....	196
6.3.1.	Pflicht zur Compliance .....	197
6.3.2.	Compliance Maßnahmen .....	219
7.	Rechtsvergleich .....	224

---

7.1. Insiderverbote .....	224
Insider.....	224
7.1.1. Insiderpapiere .....	225
7.1.2. Insiderinformation .....	225
7.1.3. Insiderverbote .....	226
7.1.4. Sanktionen .....	227
7.1.5. Flankenschutz .....	228
7.1.6. Zusammenfassung .....	229
7.2. Insider Compliance .....	230
7.2.1. Regelungstechnik .....	230
7.2.2. Normative und subnormative Verhaltenssteuerung .....	232
7.2.3. Anreize für Compliance .....	235
7.2.4. Insider-Compliance Maßnahmen .....	238
7.2.5. Rechtliche Grenzen von Compliance-Programmen .....	241
7.2.6. Compliance und Gesellschaftsrecht .....	243
7.2.7. Zusammenfassung .....	244
8. Conclusio.....	246
9. Abkürzungsverzeichnis .....	251
10. Literaturverzeichnis .....	255
11. Judikaturverzeichnis .....	278
12. Appendix .....	285
12.1. Abstract deutsch .....	285
12.2. Abstract englisch.....	286
12.3. Curriculum Vitae.....	287



## 1. Einleitung

Die internationalen Kapitalmärkte haben in den letzten Jahren eine deutliche Wandlung vollzogen. Der steigende Bedarf an Eigen- und Fremdkapital der Unternehmen, Cross-Listings von Emittenten an mehreren Börsen, international agierende Investoren und die durch die Internationalisierung der Kapitalmärkte entfachte Innovationskraft, die stetig neue Finanzierungsstrukturen und Anlageformen hervorbringt, haben zu einem Anpassungsbedarf der Rechtsordnung und der Etablierung des Kapitalmarktrechts geführt.<sup>1</sup>

Der Begriff des Kapitalmarktrechts als eigenständiges Rechtsgebiet wurde im deutschen Sprachraum in den späten 1970ern von *Hopt* aufgebracht.<sup>2</sup> Das Kapitalmarktrecht regelt den Lebenssachverhalt Kapitalmarkt und ist daher notwendigerweise eine Querschnittsmaterie, die sowohl verwaltungs-, als auch zivil- und strafrechtliche Vorschriften umfasst.<sup>3</sup> Der Kapitalmarkt ist kein präziser Begriff, sondern umschreibt jenen Teil des Finanzmarkts, der Emittenten eine längerfristige Finanzierung vermittelt bzw. zuführt, und besteht aus einem Gefüge institutioneller Arrangements zwischen den Marktteilnehmern, insbesondere Emittenten, Investoren und Finanzintermediären.<sup>4</sup>

*Hopt* definiert Kapitalmarktrecht als „die Gesamtheit der Grundsätze und Normen [...], die sich mit dem öffentlichen Vertrieb und Umlauf von Unternehmensbeteiligungen und verbrieften bzw. öffentlich registrierten Geldforderungstiteln – kurz fungiblen Kapitalmarktpapieren – befassen, um den Individualschutz der Anleger und den Funktionsschutz von Kapitalmarkt und Wirtschaft zu gewährleisten“.<sup>5</sup>

Das Kapitalmarktrecht kann in drei Regelungsbereiche unterteilt werden. Das Marktorganisationsrecht regelt institutionsbezogen die Struktur der Marktteilnehmer sowie die Struktur und den

---

<sup>1</sup> Vgl. *Richter*, Der Kapitalmarkt und sein Gesellschaftsrecht, ZHR 172 (2008) 419 (424ff); *Groß*, Kapitalmarktrecht<sup>4</sup> (2009) § 45 BörsG Rz 7.

<sup>2</sup> *Hopt*, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? – Teil 1, ZHR 140 (1977) 201; *Hopt*, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? – Teil 2, ZHR 141 (1977) 389. Allgemein zum Begriff des Kapitalmarktrechts *Kalss*, Anlegerinteressen (2001) 8ff; *Weber*, Kapitalmarktrecht (1999) 9ff.

<sup>3</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005) § 1 Rz 12f; *Mülbert*, Konzeption des europäischen Kapitalmarktrechts für Wertpapierdienstleistungen, WM 2001, 2085 (2086); *Kalss*, Die Gestaltung der Kapitalmarktaufsicht in Österreich, ZfV 1998, 252; *Hopt*, ZHR 141 (1977) 419ff u 431.

<sup>4</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 1 Rz 1f.

<sup>5</sup> *Hopt*, ZHR 141 (1977), 431.

Inhalt der am Markt gehandelten Finanzinstrumente. Das Marktverhaltensrecht bestimmt insbesondere durch Informations- und transaktionsbezogene Verhaltenspflichten das Verhalten der Marktteilnehmer am Markt. Das Marktaufichtsrecht regelt die Zulassung der und die Aufsicht über die Marktteilnehmer einschließlich der Zusammenarbeit zwischen den Aufsichtsbehörden.<sup>6</sup>

Die Bedeutung des Kapitalmarktrechts liegt des Weiteren in seiner Präventionswirkung, um den Funktionsschutz des Markts sowie den Individualschutz der Anleger sicherzustellen.<sup>7</sup> Daher ist das Kapitalmarktstrafrecht, das auf Repression setzt, durch Compliance-Vorschriften zu ergänzen, die eine Prävention gewährleisten sollen.<sup>8</sup>

Im Gegensatz zum Gesellschaftsrecht knüpft das Kapitalmarktrecht nicht an der Rechtsform der Gesellschaft oder einer Gesellschafterstellung, sondern bei der Teilnahme am Kapitalmarkt, insbesondere am Angebot von und Handel mit fungiblen Wertpapieren, an. Der Aktionär wird somit nicht mehr nur in seiner verbandsrechtlichen Stellung als Gesellschafter begriffen, sondern auch als Anleger mit Vermögensinteressen geschützt.<sup>9</sup> Das Kapitalmarktrecht schafft somit einen funktionalen Zusammenhang zwischen dem Börse- und dem Gesellschaftsrecht.

In den letzten Jahren hat die Regelungsdichte für börsennotierte Gesellschaften im Bereich des Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrechts deutlich zugenommen, was unter anderem auf Unternehmensskandale und die Diskussion über Grundsätze von guter Corporate Governance zurückzuführen ist. Vermehrt werden Stimmen laut, die von einem sich herausbildenden Sonderrecht der Börsenaktiengesellschaft sprechen.<sup>10</sup> Insbesondere sind die kapitalmarktrechtlichen Transparenz- und Publizitätspflichten weit in das Gesellschaftsrecht eingedrungen.<sup>11</sup>

---

<sup>6</sup> Gruber, Europäisches Kapitalmarktrecht, ZFR 2006, 62 (62); Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 1 Rz 14; Mülberr, WM 2001, 2087.

<sup>7</sup> Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 1 Rz 18ff; EuGH 10.05.1995, C-384/93, *Alpine Investments*, Slg 1995 I-1141; Hopt, ZHR 141 (1977) 433.

<sup>8</sup> Vgl. Hopt, ZHR 141 (1977) 412.

<sup>9</sup> Vgl. Richter, ZHR 172 (2008) 429ff.

<sup>10</sup> Durch das ARÄG 2009 wurde erstmals die börsennotierte Aktiengesellschaft im AktG definiert. Aktienrechts-Änderungsgesetz 2009 BGBI I 2009/71. Allgemein zur Auseinanderentwicklung zwischen börsennotierter und nicht-börsennotierter AG: Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer, Österreichisches Gesellschaftsrecht (2008) Rz 3/16; Fleischer, Legal Transplants im deutschen Aktienrecht, in Doralt/Kalss, Franz Klein – Vorreiter des modernen Aktien- und GmbH-Rechts (2004) 115 (134f); Möllers, Kapitalmarkttauglichkeit des deutschen Gesellschaftsrechts, AG 1999, 433 (434ff). Bereits Hopt, ZHR 141 (1977) 433. Einschränkend Marsch-Barner in Marsch-Barner/Schäfer, Handbuch börsennotierte AG<sup>2</sup> (2009) § 1 Rz 40.

<sup>11</sup> Marsch-Barner in Marsch-Barner/Schäfer, Börsennotierte AG<sup>2</sup> (2009) § 1 Rz 41; Grundmann/Möslein, Europäisierung, in Bayer/Habersack, Aktienrecht im Wandel II (2007) Rz 108; Preusche in Heidel, Aktienrecht (2003) Compliance-Regeln Rn 2.

Das Insiderrecht und die dazugehörigen flankierenden Compliance-Vorschriften sind ein Paradebeispiel für die zunehmende Regulierung börsennotierter Gesellschaften. Bis Anfang der 1990er war Insiderhandel in Österreich und Deutschland strafrechtlich nicht verboten. Erst durch die von anglo-amerikanischen Rechtsvorstellungen geprägte Harmonisierung des europäischen Kapitalmarktrechts wurden die Insider-Verbote und Insider-Compliance-Pflichten eingeführt. Letztere wirken sich unmittelbar auf die Unternehmensorganisation börsennotierter Gesellschaften aus, indem sie organisatorische Präventionsmaßnahmen anordnen und in ihren internen Informationsfluss eingreifen.<sup>12</sup>

Während Compliance und Insiderrecht in der US-amerikanischen Literatur bereits seit vielen Jahrzehnten behandelt werden, hat sich die Rechtswissenschaft in Österreich und Deutschland erst seit den 1990ern intensiv mit diesen Themen beschäftigt. Mittlerweile sind jedoch sowohl Compliance als auch Insiderrecht in der deutschsprachigen Literatur umfassend bearbeitet worden.

Diese Arbeit untersucht jene Maßnahmen, die börsennotierte Gesellschaften zur Hintanhaltung von Verstößen gegen die Insiderverbote ergreifen müssen. Um eine umfassende Analyse zu ermöglichen, wird nicht nur österreichisches Recht dargestellt, sondern ein Vergleich mit Deutschland und den USA gezogen.

## **1.1. Begriffsbestimmung**

Im Rahmen der Compliance-Diskussion werden Definitionen oftmals unscharf bzw. uneinheitlich verwendet. Am Beginn dieser Arbeit sollen daher die zentralen Begriffe bestimmt werden:

### **1.1.1. Compliance**

Compliance wird von Kritikern als Modebegriff oder als alter Wein in neuen Schläuchen bezeichnet.<sup>13</sup> Es sei schließlich eine Binsenweisheit, dass die Unternehmensleitung für die Einhal-

---

<sup>12</sup> *Kalss*, Auskunftsrechte und -pflichten für Vorstand und Aufsichtsrat im Konzern, *GesRZ* 2010, 137 (138 u 142); *Schanz*, Börseneinführung<sup>3</sup> (2007) § 16 Rz 155; *Singhof*, Zur Weitergabe von Insiderinformationen im Unterordnungskonzern, *ZGR* 2001, 146.

<sup>13</sup> *Klindt*, Nicht-börsliches Compliance-Management als zukünftige Aufgabe des Inhouse-Juristen, *NJW* 2006, 3399 (3400).

tung der Gesetze verantwortlich ist.<sup>14</sup> Tatsächlich erscheint auf den ersten Blick die Frage nicht gänzlich unberechtigt, was am Compliance-Konzept eigentlich neu sein soll.

Der Begriff Compliance leitet sich von der englischen Wendung "to comply with" ab und bedeutet im juristischen Kontext<sup>15</sup> das Handeln in Übereinstimmung mit geltendem Recht bzw. geltenden Vorschriften. Ausgehend vom angloamerikanischen Rechtsraum hat sich der Begriff auch in der deutschen Rechtssprache etabliert. In Abwesenheit einer Legaldefinition bildete sich in der Literatur eine Vielzahl unterschiedlicher Definitionen dafür.

Für *Eisele* bedeutet Compliance:

„[...] die Gesamtheit vorbeugender Maßnahmen in Unternehmen, die sicherstellen, dass die Gesetze, Regeln und Usancen im Wertpapiergeschäft eingehalten, Interessenskonflikte vermieden und insbesondere, dass die Insiderinformationen nicht unlauter verwendet werden.“<sup>16</sup>

*Wecker/Galla* verstehen darunter:

„[...] Einhaltung sämtlicher für das jeweilige Unternehmen relevanten gesetzlichen Pflichten, Vorschriften, Regeln, fachliche Kompetenz und persönliche Verantwortung im Umgang mit externen Regeln, internen Regeln und Vorgaben der Gesellschafter und Vertragspartner sowie Einhaltung von Vorgaben der Zentrale durch Konzerneinheiten.“<sup>17</sup>

Der Deutsche Corporate Governance Kodex (DCGK) betont die Verantwortung des Vorstands:

„Der Vorstand hat für die Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen und der unternehmensinternen Richtlinien zu sorgen und wirkt auf deren Beachtung durch die Konzernunternehmen hin (Compliance).“<sup>18</sup>

*Campos Nave/Bonenberger* unterstreichen die Bedeutung organisatorischer Vorkehrungen:

---

<sup>14</sup> *U. Schneider*, Compliance als Aufgabe der Unternehmensleitung, ZIP 2003, 645 (646).

<sup>15</sup> In der Medizin etwa wird unter Compliance die Bereitschaft des Patienten zur Mitarbeit bei therapeutischen oder diagnostischen Maßnahmen verstanden, die als abhängig von Faktoren wie Persönlichkeit des Patienten, Patienten-Arzt-Verhältnis, Leidensdruck, oder Art der Therapie betrachtet wird. *Pschyrembel*, Klinisches Wörterbuch<sup>258</sup> (1998) 296.

<sup>16</sup> *Eisele* in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch<sup>2</sup> III (2001) § 109 Rn 1.

<sup>17</sup> *Wecker/Galla*, Pflichten der Geschäftsleitung & Aufbau einer Compliance Organisation, in *Wecker/van Laak*, Compliance in der Unternehmerpraxis (2008) 43 (44). *Wecker/Galla* lehnen eine allgemeingültigen Compliance-Begriff, der über einen Oberbegriff hinausgeht, aufgrund der unterschiedlichen Anforderungen an ein Unternehmen ab. *Wecker/Galla* in *Wecker/van Laak*, Compliance in der Unternehmerpraxis 43.

<sup>18</sup> Ziffer 4.1.3 DCGK.

„Corporate Compliance ist die ‚Organisation von Legalität‘ im Unternehmen.“<sup>19</sup>

U. Schneider stellt auf gesetzeskonformes Verhalten ab:

„Compliance ist vielmehr im weitesten Sinne zu verstehen und umfasst die Gesamtheit aller Maßnahmen, um das rechtmäßige Verhalten aller Unternehmen, ihrer Organmitglieder, ihrer nahen Angehörigen und der Mitarbeiter im Blick auf alle gesetzlichen Gebote und Verbote zu gewährleisten.“<sup>20</sup>

Lösler fordert Konformität mit allen anwendbaren Regeln:

„Unter Compliance versteht man ein Handeln in Übereinstimmung mit dem Gesetz – oder – etwas allgemeiner formuliert – mit den jeweils anwendbaren Regeln.“<sup>21</sup>

Stephan/Seidel vertreten ebenfalls einen weiten Konformitätsbegriff:

„Gegenstand des Compliance-Managements sind grundsätzlich sämtliche unternehmensrelevante rechtliche, ethische und soziale Normen.“<sup>22</sup>

Kalss weist auf die Bedeutung organisatorischer Maßnahmen hin:

„Compliance umschreibt die Pflicht in Einklang mit den Gesetzen und sonstigen Normen (inklusive Soft Law [Kodices]) zu handeln, darüber hinaus aber auch die maßgeblichen organisatorischen Vorkehrungen im Unternehmen dafür zu treffen.“<sup>23</sup>

Kremer/Klahold dehnen die Reichweite der organisatorischen Maßnahmen auf den Konzern aus:

„Compliance [umfasst] die Gesamtheit der Maßnahmen und Vorkehrungen, die notwendig sind, damit eine Gesellschaft und ihre Tochterunternehmen sowie deren Organmitglieder und Mitarbeiter die geltenden rechtlichen unternehmensexternen und unternehmensinternen Vorschriften und Regelwerke einhalten.“<sup>24</sup>

---

<sup>19</sup> Campos Nave/Bonenberger, Korruptionsaffären, Corporate Compliance und Sofortmaßnahmen für den Krisenfall, BB 2008, 734 (734).

<sup>20</sup> U. Schneider, ZIP 2003, 646.

<sup>21</sup> Lösler, Das moderne Verständnis von Compliance im Finanzmarktrecht, NZG 2005, 104 (104).

<sup>22</sup> Stephan/Seidel, Compliance-Management-Systeme für Unternehmensrisiken im Bereich des Wirtschaftsstrafrechts, in Hauschka, Corporate Compliance (2007) § 25 Rn 1.

<sup>23</sup> Kalss in Kalss/Nowotny/Schauer, Gesellschaftsrecht Rz 3/334.

<sup>24</sup> Kremer/Klahold, Compliance-Programme in Industriekonzernen, ZGR 2010, 113 (117f).

Alle zitierten Definitionen decken zwar Teilbereiche von Compliance ab, greifen aber schlussendlich zu kurz, um eine umfassende Begriffsbestimmung zu gewährleisten. Nichtsdestotrotz lassen sich aus diesen fünf Eckpunkte herausarbeiten:

Rechtskonformes Verhalten ist weit zu verstehen und hat nicht nur Gesetze im materiellen Sinn, sondern auch vom Unternehmen freiwillig übernommene Verpflichtungen<sup>25</sup> und innerbetriebliche Verhaltensregeln<sup>26</sup> zu umfassen. Compliance beschränkt sich nicht nur auf einzelne Rechtsbereiche, selbst wenn manchen in der Praxis besondere Bedeutung zukommen mag. Dieses weite Verständnis wird sprachlich oftmals durch das Hinzufügen des Wortes "Corporate",<sup>27</sup> somit "Corporate Compliance", betont.

Die Verantwortung für rechtskonformes Handeln liegt bei der Geschäftsleitung eines Unternehmens. Compliance stellt ein proaktives Vorgehen des Vorstands dar und muss das gesamte Unternehmen samt Tochtergesellschaften erfassen,<sup>28</sup> damit Rechtskonformität nicht mehr situativen Faktoren oder dem Zufall überlassen wird.<sup>29</sup> Daher müssen alle Unternehmensangehörige, nicht nur Organmitglieder oder leitende Angestellte, von den Compliance-Maßnahmen erfasst werden.

Rechtskonformes Verhalten kann nicht alleine durch Grundsatzserklärungen des Vorstands oder die Erlassung von Verhaltensrichtlinien erreicht werden. Kurzum, Compliance ist mehr als schöne Worte. Um Prävention, das vorrangige Ziel von Compliance,<sup>30</sup> gewährleisten zu können, hat das Unternehmen vor allem das Bewusstsein der Mitarbeiter für Compliance zu schärfen und organisatorische Maßnahmen und Überwachungsinstrumente einzusetzen.<sup>31</sup>

---

<sup>25</sup> Bei freiwillig übernommenen Verpflichtungen kommt in der Praxis Corporate Governance Kodizes die bedeutendste Rolle zu.

<sup>26</sup> Unter innerbetrieblichen Verhaltensregeln sind insbesondere Verhaltenskodizes, Richtlinien und individuelle Weisungen zu verstehen.

<sup>27</sup> Englisch für gesellschaftlich oder gesellschaftsweit.

<sup>28</sup> Vetter, Compliance in der Unternehmerpraxis in *Wecker/van Laak*, Compliance in der Unternehmerpraxis (2008) 29 (29); *Corporate Compliance Committee, ABA Section of Business Law*, Corporate Compliance Survey, 60 Business Lawyer 1759, 1759-1761 (2005).

<sup>29</sup> Klindt, NJW 2006, 3399f; Schmidt, Vertrauen ist gut, Compliance ist besser! BB 2009, 1295 (1295).

<sup>30</sup> Kalss, Amtshaftung und Compliance als Instrumente zur Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Regelungen – diskutiert am Beispiel Österreich, in Möllers, Vielfalt und Einheit – Wirtschaftliche und rechtliche Rahmenbedingungen zur Standardbildung (2008) 81 (99); Vetter in *Wecker/van Laak*, Compliance in der Unternehmerpraxis 32; Rodewald/Unger, Kommunikation und Krisenmanagement im Gefüge der Corporate Compliance-Organisation, BB 2007, 1629 (1633); Lampert, Compliance Organisation, in Hauschka, Corporate Compliance (2007) § 9 Rn 4.

<sup>31</sup> Vgl. Eisele in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch<sup>2</sup> III § 109 Rn 6; Eisele, Insiderrecht und Compliance, WM 1993, 1021 (1021).

Compliance ist kein einmaliger Vorgang, sondern ein bewusst gesteuerter Prozess, der sich an ein sich permanent änderndes rechtliches und wirtschaftliches Umfeld anzupassen hat.<sup>32</sup> Dies trifft besonders auf Großunternehmen zu, die in mehreren Jurisdiktionen tätig sind. Das Compliance-Programm ist regelmäßig an die unternehmensspezifischen Gegebenheiten zu adaptieren. Zu diesen zählen insbesondere der Geschäftstätigkeit immanente Risiken, die Komplexität des zum Betrieb oder in der jeweiligen Situation erforderlichen Wissens, die Größe und Struktur des Unternehmens, die Unternehmenskultur, die Qualifikation der Mitarbeiter, branchenspezifische Entwicklungen, in der Vergangenheit aufgetretene Compliance-Verstöße und die Eintrittswahrscheinlichkeit eines zukünftigen Verstoßes.<sup>33</sup>

Compliance ist interdisziplinär, weshalb eine Compliance-Strategie eines Unternehmens nicht nur von Juristen erarbeitet werden sollte.<sup>34</sup> Dies ergibt sich nicht zuletzt daraus, dass für die Schaffung einer Compliance-freundlichen Unternehmenskultur oder für die effektive Verankerung von Compliance-Maßnahmen im Unternehmensalltag auch auf die Expertise aus nicht-juristischen Disziplinen zurückgegriffen werden muss.

Aufbauend auf den vorstehenden Überlegungen ergibt sich folgende Definition von Compliance, die dieser Arbeit zu Grunde gelegt wird:

*Compliance umfasst die Gesamtheit aller von der Geschäftsleitung in Wahrnehmung ihrer Leitungsverantwortung eingeführten Maßnahmen und getroffenen Vorkehrungen, die sicherstellen sollen, dass ein Unternehmen samt Tochtergesellschaften sowie dessen Organmitglieder und Mitarbeiter alle anwendbaren gesetzlichen, freiwillig übernommenen und unternehmensintern festgesetzten Ge- und Verbote einhalten.*

### **1.1.2. Compliance-Programm, Compliance-Maßnahmen und Compliance-Organisation**

Unter einem Compliance-Programm versteht diese Arbeit eine umfassende und strukturierte Zusammenstellung einzelner Compliance-Maßnahmen, die von einer Compliance-Organisation umgesetzt werden, um das (rechts)konforme Verhalten des Unternehmens und der Unterneh-

---

<sup>32</sup> Rodewald/Unger, Corporate Compliance – Organisatorische Vorkehrungen zur Vermeidung von Haftungsfällen der Gesellschaft, BB 2006, 113 (117); Lampert in Hauschka, Corporate Compliance § 9 Rn 33; Klindt, NJW 2006, 4000; Eisele, WM 1993, 1021.

<sup>33</sup> Hauschka, Einführung, in Hauschka, Corporate Compliance (2007) § 1 Rn 33; Bürkle, Corporate Compliance als Standard guter Unternehmensführung des Deutschen Corporate Governance Kodex, BB 2007, 1797 (1798); Corporate Compliance Committee, ABA Section of Business Law, Corporate Compliance Survey, 60 Business Lawyer 1759, 1759 (2005).

<sup>34</sup> Vgl. Theusinger/Liese, Besteht eine Rechtspflicht zur Dokumentation von Risikoüberwachungssystemen i.S. des § 91 II 1 AktG? NZG 2008, 289 (291).

mensangehörigen sicherzustellen. Compliance-Maßnahmen sind organisatorischer oder technischer Natur und haben präventiven Charakter. Der Begriff Compliance-Organisation beschreibt die organisatorische Verankerung von Compliance-Anstrengungen in der Ablauf- und Aufbauorganisation des Unternehmens sowie jene Organisationsteile, derer sich die Geschäftsleitung bei der Umsetzung des Compliance-Programms bedient.

### **1.1.3. Insiderverbote und Insider-Compliance**

Im allgemeinen Sprachgebrauch wird idR undifferenziert vom Insiderhandelsverbot gesprochen, auch wenn mit diesem Begriff nicht nur das Verbot, Insiderinformationen bei Geschäften mit Insiderpapieren zu verwenden, gemeint ist. Daher wird in dieser Arbeit der Begriff des Insiderverbots verwendet, wenn sowohl das insiderrechtliche Verwertungs-, Weitergabe- als auch das Empfehlungsverbot gemeint ist.

Insider-Compliance ist jener Teilbereich von Compliance, der sich mit der Verhinderung von Verstößen gegen Insiderverbote, insbesondere durch Einhaltung von Organisations-, Verhaltens-, Publizitäts- und Meldepflichten, beschäftigt.

## **1.2. Gang der Untersuchung**

Die vorliegende Arbeit beschäftigt sich mit Insider-Compliance Programmen, also mit Maßnahmen börsennotierter Unternehmen um Verstöße gegen die Insiderverbote zu verhindern. Judikatur und Literatur wurden bis Ende Juli 2011 berücksichtigt. Ziel dieser Dissertation ist es rechtsvergleichend die Insider-Compliance-Vorschriften für Emittenten in Österreich, Deutschland und den USA zu betrachten. Aufgrund der europäischen Harmonisierung des Insiderrechts wird den Kapiteln über Österreich und Deutschland eine Darstellung des europäischen Insiderrechts vorangestellt.

*Zweigert/Kötz* ist zuzustimmen, dass Recht *social engineering* ist und somit die Frage nach der Funktion des Rechts zur Grundlage der Rechtsvergleichung wird.<sup>35</sup> Rechtsvergleichung darf sich nicht auf die Untersuchung der anwendbaren Gesetze beschränken, sondern muss auch die Motive und den Anlass für diese Regelungen in die Betrachtung mit einbeziehen.<sup>36</sup> Die Analyse um-

---

<sup>35</sup> *Zweigert/Kötz*, Einführung in die Rechtsvergleichung<sup>3</sup> (1996) 45.

<sup>36</sup> *Kalss/Burger/Eckert*, Die Entwicklung des österreichischen Aktienrechts (2003) 25.

fasst daher sowohl normative als auch subnormative<sup>37</sup> Faktoren, denen Emittenten unterliegen. Mit Hilfe der funktionellen Methode der Rechtsvergleichung<sup>38</sup> wird eine Antwort auf die Ausgangsfrage dieser Arbeit gesucht: Wie regeln die Vergleichsrechtsordnungen die Verhinderung von Verstößen gegen Insiderverbote auf der Ebene börsennotierter Unternehmen?

Die Vergleichsländer Deutschland und USA wurden aus sowohl rechtlichen als auch wirtschaftlichen Erwägungen gewählt. Die rechtliche Ausgangslage Deutschlands ähnelt jener Österreichs aufgrund des Rechtssystems und der europäischen Harmonisierung des Kapitalmarktrechts. Das Aktienrecht Österreichs und Deutschlands weist ebenfalls ein besonders hohes Maß an Übereinstimmung auf.<sup>39</sup> Auch der deutsche und österreichische Kapitalmarkt gleichen einander auf struktureller Ebene trotz der augenscheinlichen Unterschiede, insbesondere der höheren Marktkapitalisierung des deutschen Kapitalmarkts. Obwohl das Aktienrecht in beiden Ländern von der Publikumsgesellschaft als Idealtypus ausgeht,<sup>40</sup> werden sowohl der österreichische als auch der deutsche Kapitalmarkt von Banken und anderen Großaktionären dominiert.<sup>41</sup> Aufgrund dieser wirtschaftlichen und rechtlichen Gemeinsamkeiten dient Deutschland in der vorliegenden Arbeit als Kontrollwert, um festzustellen, ob vergleichbare Ausgangslagen auch vergleichbare Regelungen im Bereich der Insider-Compliance nach sich ziehen.

Die USA werden als drittes Vergleichsland ausgewählt, weil sie über den weltweit am stärksten entwickelten Kapitalmarkt<sup>42</sup> verfügen und die unbestrittene Schrittmacherrolle im internationalen Kapitalmarktrecht einnehmen. Eine Vielzahl US-amerikanischer Rechtsnormen, unter anderem das Insiderrecht und Compliance-Vorschriften, wurden von Gesetzgebern auf der ganzen Welt aufgegriffen und als *legal transplants* importiert.<sup>43</sup> Darüber hinaus wird auch das US-

---

<sup>37</sup> Grundlegend *Raschauer*, Subnormative Verhaltenssteuerung, in FS Schäffer (2006) 685. Das Verhalten von Unternehmen wird nicht nur durch Rechtsvorschriften, sondern auch durch Leitlinien, Rundschreiben und Positionspapiere von Behörden beeinflusst. Im öffentlichen Wirtschaftsrecht verwenden Behörden diese sogenannten subnormativen Akte zunehmend, um das Verhalten von Unternehmen, die der behördlichen Aufsicht unterworfen sind, zu steuern. Vgl. *B. Müller*, Das österreichische Regulierungsbehördenmodell (2011) 428f.

<sup>38</sup> *Zweigert/Kötz*, Rechtsvergleichung<sup>3</sup> 33.

<sup>39</sup> *Kalss/Burger/Eckert*, Aktienrecht 35.

<sup>40</sup> *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht Rz 3/22; *Assmann* in *Hopt/Wiedemann*, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> (2004) Einleitung Rz 327.

<sup>41</sup> *Haberer*, Corporate Governance (2003) 108ff.

<sup>42</sup> Ende 2010 belief sich die Marktkapitalisierung von NYSE und NASDAQ zusammen auf 31,4% der Marktkapitalisierung sämtlicher Börsen der Welt. *World Federation of Exchanges*, Domestic Market Capitalization 2010, <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/EQUITY110.xls> (15.08.2011).

<sup>43</sup> Grundlegend *Watson*, Legal Transplant: An approach to comparative law (1993). Weiters *Fleischer* in *Doralt/Kalss*, Franz Klein (2004) 115; *Hausmaninger*, Organisatorische Maßnahmen zur Verhinderung missbräuchlicher Verwendung oder Weitergabe von Insiderinformation nach der BörseGNov 1993, ÖBA 1993, 847 (850). Kri-

amerikanische Kapitalmarktaufsichtsrecht international stark rezipiert. So kommt die Securities Exchange Commission (SEC) in europäischen Börsenreformdiskussionen regelmäßig als Regelungsleitbild vor.<sup>44</sup> Diese Exporterfolge lassen sich unter anderem auf die Globalisierung der Finanzmärkte, die große Anziehungskraft der US-Kapitalmärkte auf ausländische Emittenten, die zunehmende Bedeutung institutioneller Investoren und nicht zuletzt auf die ungebrochen starke Rezeption der US-amerikanischen Rechtsordnung durch ausländische Studenten, die in den USA eine juristische Weiterbildung absolviert haben, zurück führen.<sup>45</sup>

Compliance ist eine Querschnittsmaterie, die weit über die kapitalmarktrechtlichen Organisationspflichten hinaus viele Fragen in den unterschiedlichsten Rechtsgebieten aufwirft.<sup>46</sup> Es würde jedoch den Rahmen dieser Arbeit sprengen, darauf näher einzugehen. Nichtsdestotrotz soll eine Einführung in Compliance und die Theorie des Insiderrechts, die für sich jeweils nicht den Anspruch einer umfassenden Darstellung der jeweiligen Thematik erheben, gegeben werden, um den Hintergrund für eine rechtsvergleichende Untersuchung der Insider-Compliance Vorschriften in Österreich, Deutschland und den USA, aufzubereiten.

---

tisch zum Konzept der *legal transplants* Legrand, The Impossibility of “Legal Transplants”, 4 Maastricht Journal of European and Comparative Law 111 (1997).

<sup>44</sup> Vgl. Gruber, ZFR 2006, 67; Bowry, Does the European Union need a securities and exchange commission? Capital Markets Law Journal 2006, 184; Hopt, Europäisches und deutsches Insiderrecht, ZGR 1991, 17 (19).

<sup>45</sup> Fleischer in Doralt/Kalss, Franz Klein (2004) 130 u 132f; Haberer, Corporate Governance 302f.

<sup>46</sup> Umfassend dazu Kapitel 2.2.

## 2. Begriffsbestimmung

### 2.1. Insiderrecht

Insiderhandel ist kein Phänomen der modernen Kapitalmärkte, sondern wird wohl so alt wie diese selbst sein.<sup>47</sup> Seit der Gründerzeit in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts ist marktmissbräuchliches Verhalten an Wertpapierbörsen auch im deutschsprachigen Raum dokumentiert.<sup>48</sup> Die breite, öffentliche Wahrnehmung dieses Problems geht im Wesentlichen auf die US-amerikanische Kapitalmarktrechtsgesetzgebung der 1930er Jahre zurück,<sup>49</sup> die in weiterer Folge zur Triebfeder eines modernen europäischen Kapitalmarktrechts werden sollte.

Der Handlungsunwert des Insiderhandels liegt darin, dass der Insider einen Informationsvorsprung, der ihm aufgrund seines privilegierten Zugangs zu nicht öffentlich bekannten, kursrelevanten Informationen über einen Emittenten oder seine Wertpapiere zukommt, zum Zweck der Bereicherung ausnützt. „[Insidergeschäfte] gleichen dem Besuch einer Spielbank, bei der noch gesetzt werden kann, wenn die Kugel bereits gefallen ist, wobei aber noch einige Mitspieler das Privileg haben zu erfahren, in welches Feld sie fiel.“<sup>50</sup> Der Kern des Insiderverbots besteht daher darin, dass der Insider seine Kenntnis einer Insiderinformation nicht verwerten darf (Verwertungsverbot). Um die Effektivität des Verwertungsverbots sicherzustellen und dessen Umgehung zu verhindern, ist die Anzahl der potentiellen Insider so klein als möglich zu halten. Daher darf der Insider eine Insiderinformation nicht an Dritte weitergeben (Weitergabeverbot) und Dritten auch nicht Geschäfte mit Insiderpapieren empfehlen (Empfehlungsverbot).

Die Reichweite der Insiderverbote hängt von der Definition dreier Begriffe ab: Insider, Insiderinformation und Insiderpapier. Insiderpapiere sind typischerweise börsennotierte Wertpapiere eines Emittenten. Mittlerweile ist unbestritten, dass es aus Gründen des Umgehungsschutzes erforderlich ist, auch Derivate, deren Wert von börsennotierten Wertpapieren eines Emittenten abhängt, in

---

<sup>47</sup> Im Ausschussbericht des Europäischen Parlaments zur MarktmissbrauchsRL wurde auf das 1474 vom Dominikaner Antonius Florenius in Venedig veröffentlichte Buch *Summula Confessionis* verwiesen, das venezianischen Händlern unter anderem auch Insiderhandel vorwarf. *Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments*, Bericht über den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), A-5-0069/2002, 59.

<sup>48</sup> *Gareis*, Die Börse und die Gründungen, nebst Vorschlägen zur Reform des Börsenrechts und der Actiengesetzgebung (1874) 10f.

<sup>49</sup> *Assmann in Assmann/Schneider*, Wertpapierhandelsgesetz<sup>5</sup> (2009) Vor § 12 Rz 2.

<sup>50</sup> *Stützel*, Aktienrechtsreform und Konzentration in *Arndt*, Die Konzentration der Wirtschaft II: Ursachen der Konzentration (1960) 925 (952).

die Definition der Insiderpapiere mit einzubeziehen.<sup>51</sup> Für Insiderinformationen ist charakteristisch, dass diese öffentlich nicht bekannt, präzise und kursrelevant sind, und sich auf den Emittenten selbst oder dessen Wertpapiere beziehen. Der Kreis der potentiellen Insider ist danach unterscheidbar, in welchem Verhältnis sie zum Emittenten stehen.<sup>52</sup> Gesellschaftsbezogene Insider, besonders Organmitglieder und Angestellte des Emittenten, haben aufgrund ihrer Funktion regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen. Kapitalmarktbezogenen Insidern kommt aufgrund ihrer kapitalmarktbezogenen Tätigkeit Insiderwissen zu, wobei diese im Gegensatz zu gesellschaftsbezogenen Insidern nicht notwendigerweise eine Verbindung zum Emittenten aufweisen. Hierunter fallen in erster Linie Banken und Wertpapierdienstleister. In einer dritten Gruppe werden alle übrigen Insider erfasst. Diese verfügen zwar grundsätzlich über keinen Zugang zu Insiderinformationen, können aber ausnahmsweise, etwa als Tippempfänger, eine Insiderinformation erhalten.<sup>53</sup>

### 2.1.1. Entwicklung des Insiderrechts

Die Ursprünge des Insiderrechts finden sich in den USA. Unter dem Eindruck des Börsencrashes von 1929 und der daran anschließenden Weltwirtschaftskrise wurde das US-amerikanische Kapitalmarktrecht neu geregelt. Vor dem Securities Act of 1933 (SA)<sup>54</sup> und Securities Exchange Act of 1934 (SEA)<sup>55</sup> war der Schutz von Anlegern durch die Betrugs- und Täuschungstatbestände des US-amerikanischen *common law* nur in begrenztem Maße gegeben gewesen.<sup>56</sup> Daher wurde ein allgemeines Betrugs- und Missbrauchsverbot bei Wertpapiergeschäften eingeführt, das zur Keimzelle der Insiderverbote wurde. In Europa wurde das Insiderrecht mit Ausnahme von Groß-

---

<sup>51</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 12 Rz 12. Durch den 2002 erlassenen Commodity Futures Modernization Act wurde das US-amerikanische Recht auf sämtliche *security-based swap agreements* ausgedehnt. Darunter fallen auch Credit Default Swaps, sofern diese von Preis, Wert, oder Volatilität börsennotierter Wertpapiere eines Emittenten abhängen. *SEC v. Rorech*, 720 F. Supp. 2d 367 (S.D.N.Y. 2010).

<sup>52</sup> Die Bedeutung dieser Unterscheidung für die Strafbarkeit eines Insiders wird anhand der Entwicklung des US-amerikanischen Insiderrechts deutlich. Siehe dazu Kapitel 6.2.3. Die Rechtfertigung der Erstreckung des Insiderrechts auf jene Personen, die nicht berufsmäßig Zugang zu Insiderinformationen erlangen, ergibt sich mE daraus, dass die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts vom Schutzzweck des Insiderrechts umfasst ist. Der Schutz des Kapitalmarktes kann daher nicht davon abhängig gemacht werden, ob zwischen dem Emittenten und dem Insider aufgrund seiner beruflichen oder organschaftlichen Stellung Treuepflichten bestehen. Vgl. Weber, Kapitalmarktrecht 329.

<sup>53</sup> Wilhelm kritisiert, dass die Strafbarkeit von Sekundärinsidern nicht auf rechtsdogmatischen sondern rechtspolitischen Überlegungen beruht. Wilhelm, Insider, *ecolex* 1992, 757 (757). Diese Kritik kann nicht überzeugen, weil eine Strafbarkeit von Sekundärinsidern sowohl aufgrund des Schutzzwecks der Insiderverbote als auch aus Gründen des Umgehungsschutzes erforderlich ist.

<sup>54</sup> Securities Act of 1933, Pub. L. No. 73-22, 48 Stat 74 (1933).

<sup>55</sup> Securities Exchange Act of 1934, Pub. L. No. 73-291, 48 Stat 881 (1934).

<sup>56</sup> Erst Anfang des 20. Jahrhunderts begannen sich Ansätze eines Insiderhandelsverbots zu entwickeln. „[W]here the director obtains the information giving added value to the stock by virtue of his official position, he holds the information in trust for the benefit of [the shareholders].“ *Oliver v. Oliver*, 45 S.E. 232 (Georgia 1903).

britannien erst ab den 1960ern zum Thema.<sup>57</sup> Im Zuge der Harmonisierung des Binnenmarkts wurde 1989 nach zähem Ringen die Insiderrichtlinie<sup>58</sup> beschlossen, die den Ausgangspunkt des europäischen Insiderrechts darstellte. Schlussendlich setzte in den 1990ern das Insiderrecht endgültig zum internationalen Siegeszug an. Während zu Beginn dieses Jahrzehnts erst 34 Staaten Insiderhandelsverbote erlassen hatten, waren es 1998 bereits 87.<sup>59</sup>

Mehrere Gründe haben zur internationalen Verbreitung des Insiderrechts geführt. Erstens wurde von den USA zunehmend Druck ausgeübt, weil sie das mangelnde Problembewusstsein in Europa nicht länger hinnehmen wollten.<sup>60</sup> So drängte auch die SEC angesichts der immer stärker zusammenwachsenden Finanz- und Kapitalmärkte auf eine verstärkte internationale Kooperation im Kampf gegen Insiderhandel.<sup>61</sup> Zweitens wurde durch die erfolgreiche Entwicklung der Kapitalmärkte in den USA und Großbritannien ein Anpassungsdruck in Kontinentaleuropa ausgelöst.<sup>62</sup> Dies hatte einerseits damit zu tun, dass sich die anglo-amerikanischen Kapitalmärkte bewusst für ausländische Emittenten<sup>63</sup> und Investoren öffneten, und andererseits Anlegern ein hohes Schutzniveau boten. Dieser Schutz war eine der Hauptvoraussetzungen nicht nur für die erfolgreiche Entwicklung der Kapitalmärkte sondern auch für ein breites Aktionärswesen und eine nachhaltig positive Wertentwicklung der Emittenten.<sup>64</sup> Drittens führte die Verbreitung von Aktienbesitz in breiten Schichten der Bevölkerung dazu, dass die Thematik des Insiderhandels allgemein an Bedeutung gewann.<sup>65</sup> Dazu kamen öffentlichkeitswirksame Insiderskandale in den USA, Frankreich und Japan, die den Ruf des Börsehandels zu gefährden drohten.<sup>66</sup> Daher erfor-

---

<sup>57</sup> Hopt, *Ökonomische Theorie und Insiderrecht*, AG 1995, 353 (354).

<sup>58</sup> RL 89/952/EWG des Rates v 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, ABl L 1989/334, 30.

<sup>59</sup> Bhattacharya/Daouk, *The World Price of Insider Trading* 57 *The Journal of Finance* 75, 77 (2002).

<sup>60</sup> Vgl. Hopt/Will, *Europäisches Insiderrecht* (1973) 20ff; Pfisterer, *Machtmissbrauch im Wertpapierhandel durch Insider* (1976) 31.

<sup>61</sup> Vgl. Schinnerer, *Zur Problematik einer gesetzlichen Regelung des börslichen Insider-Geschäfts in Österreich*, ÖBA 1985, 271 (273).

<sup>62</sup> Haschek, *Zukunftsstrategien für den Finanzplatz Wien – Ein Situationsbericht*, in FS Frotz (1993) 507 (513); Kalss, *Das neue österreichische Insiderrecht*, *Economy-Fachmagazin* 1993, 130 (133); Hopt, *ZGR* 1991, 21f.

<sup>63</sup> Stellvertretend sei auf die Rule 144 A verwiesen. Diese wurde 1990 von der SEC erlassen und enthielt bestimmte Ausnahmen von der Registrierungspflicht für Wertpapiere. Damit wurde eine Platzierung von Wertpapieren in den USA durch ausländische Emittenten erleichtert. SEC, Release No. 6862, 55 Fed. Reg. 17,933, 17,934 (Apr. 23, 1990).

<sup>64</sup> Haberer, *Corporate Governance* 11; La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny, *Investor Protection and Corporate Valuation* 57 *The Journal of Finance* 1147, 1166-1168 (2002); La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer, *Corporate Ownership around the World*, 54 *The Journal of Finance* 471, 511-513 (1999).

<sup>65</sup> Beams/Brown/Killough, *An Experiment Testing the Determinants of Non-Compliance with Insider Trading Laws*, 45 *Journal of Business Ethics*, 309, 309-310 (2003).

<sup>66</sup> Vgl. Hopt, *ZGR* 1991, 21f.

derte es der Schutz des Vertrauens der Anleger in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, ein effektives Insiderrecht zu schaffen.<sup>67</sup>

Trotz aller Tendenzen zur Vereinheitlichung des Insiderrechts, die maßgeblich mit dem Einfluss des US-amerikanischen Insiderrechts sowohl auf den rechtswissenschaftlichen Diskurs als auch auf die Gesetzgebungspraxis zu erklären ist,<sup>68</sup> gibt es nach wie vor von Staat zu Staat vor allem beim Schutzzweck des Insiderrechts und damit einhergehend beim Adressatenkreis des Insiderverbots Unterschiede.<sup>69</sup> Im Folgenden kann daher lediglich ein überblicksartiger Abriss der theoretischen Grundlage des Insiderrechts aus ökonomischer und juristischer Sicht geboten werden.

### 2.1.2. Theorie des Insiderrechts

Das 1966 von *Manne* veröffentlichte Buch *Insider Trading and the Stock Market*<sup>70</sup> war der Anstoß einer grundlegenden Debatte über die Sinnhaftigkeit und Rechtfertigung des Insiderrechts, durch die der bis dahin herrschende Konsens abgelöst wurde.<sup>71</sup> Eine Vielzahl ökonomischer Beiträge hat sich seitdem mit dem Für und Wider des Insiderrechts befasst, wobei wiederum der wissenschaftliche Diskurs in den USA eine Vorreiterrolle einnahm. Überwiegend sprechen sich diese Beiträge gegen ein Verbot des Insiderhandels aus, wobei dafür eine Reihe ökonomischer Argumente, die zum Teil miteinander unvereinbar sind, vorgebracht wird.<sup>72</sup>

#### a) *Ökonomische Theorien des Insiderrechts*

Der ökonomische Diskurs bricht mit der klassischen Vorstellung, dass Insiderhandel Anleger schädige. Insiderhandel wird somit als „*victimless crime*“ dargestellt. Die Vertreter dieser Theorie argumentieren, dass das Ausnutzen von Wissensvorsprüngen zu keiner Schädigung anderer Marktteilnehmer führen kann, weil die Vertragsparteien eines Börsengeschäfts nur dann Geld gegen Wertpapier tauschen würden, wenn sich jede der Vertragsparteien mit ihrem Wissensstand bei Vertragsschluss – unabhängig davon, ob dieser eventuell ungleich ist - einen Vorteil davon verspricht.<sup>73</sup> Dass der Geschäftspartner Insiderinformationen zur Verfügung hatte, sei somit rei-

---

<sup>67</sup> Gruber, ZFR 2006, 64f; Hopt, ZGR 1991, 55.

<sup>68</sup> Vgl. Bumke, Kapitalmarktregulierung, Die Verwaltung 41 (2008) 227 (232); Pfister, Stand der Insiderdiskussion, ZGR 1981, 318 (319).

<sup>69</sup> Vgl. Kapitel 3.2.2 und 6.2.3.

<sup>70</sup> Manne, Insider Trading and the Stock Market (1966).

<sup>71</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> Vor § 12 Rz 43; Assmann, Das künftige deutsche Insiderrecht (I), AG 1994, 196 (201); Hopt, ZGR 1991, 23.

<sup>72</sup> Zusammenfassend Schwark/Zimmer in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> Vor § 12 WpHG Rn 12; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 2; Hopt, AG 1995, 353; Hopt, ZGR 1991, 22ff.

<sup>73</sup> Vgl. D. Schneider, Wider Insiderhandelsverbot und die Informationseffizienz des Kapitalmarkts, DB 1993, 1429.

ner Zufall und aufgrund der beiderseitigen Überzeugung, ein vorteilhaftes Geschäft eingegangen zu sein, nicht weiter relevant.

Zwar mag dies aus ökonomischer Sicht in manchen Fällen zutreffen, der Begriff der „*victimless crime*“ ist jedoch insofern irreführend, als in anderen Konstellationen sehr wohl Anleger, die Gesellschaft und die Gesellschafter zu Schaden kommen. Insidergeschäfte haben Einfluss auf den Preis und die Volatilität von Wertpapieren.<sup>74</sup> Daher können sie zu einer Angebotsverknappung führen, wodurch Anleger mit einer limitierten Kauforder nicht mehr zum Zug kommen, sofern aufgrund der Zukäufe des Insiders der Börsenkurs gestiegen ist.<sup>75</sup> Darüber hinaus können auch Aktionäre und Gläubiger einer börsennotierten Gesellschaft, die wegen Insiderhandels mit ihren Wertpapieren in der Öffentlichkeit in Verruf kommt, sehr wohl in ihren Interessen beeinträchtigt werden.<sup>76</sup>

Ein weiterer Argumentationsstrang rückt die Schaffung und Verteilung von Information ins Zentrum der Betrachtung. Das Verbot von Insiderhandel würde tendenziell dazu führen, dass Insiderinformationen später veröffentlicht werden. Ohne ein Verbot würden Insider einen Anreiz haben, gute Informationen zu schaffen, um davon als Erste profitieren zu können. Dadurch würde der Informationsfluss am Kapitalmarkt gefördert, weshalb sich der Marktpreis eines Wertpapiers rascher jenem Kurs annähern würde, den es bei Veröffentlichung der vertraulichen Informationen hätte.

Aus mehreren Gründen kann diese Argumentation jedoch nicht überzeugen. Erstens würde es zu dieser Kursanpassung nur kommen, wenn die übrigen Kapitalmarktteilnehmer mit ihren Transaktionen nachziehen, was nicht notwendigerweise rasch und umfassend genug erfolgt, um Informationseffizienz sicherzustellen.<sup>77</sup> Zweitens kann durch die Ad-hoc Publizitätspflicht eine rasche Information des Kapitalmarkts effektiv erzielt werden. Und drittens erscheint es mehr als fraglich, ob einerseits Insidergeschäfte tatsächlich der geeignete Anreiz sind und ob andererseits die gewünschten Effekte nicht einfacher und treffsicherer durch andere Bonusregelungen erzielt werden können.

---

<sup>74</sup> Der Effekt von Insiderhandel auf Preisentwicklung und Volatilität wurde beim Übernahmeangebot von Anheuser-Busch für Campell Taggart im Jahr 1982 nachgewiesen. *Cornell/Sirri*, The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading, 47 *The Journal of Finance* 1031, 1053-1055 (1992); *Meulbroek*, An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, 47 *The Journal of Finance* 1661, 1697 (1992).

<sup>75</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 5.

<sup>76</sup> Vgl. *Diamond v. Oreamuno*, 248 N.E. 2d 910 (1969); *Hopt*, AG 1995, 355.

<sup>77</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 2.

Vertreter des *property rights* Ansatzes<sup>78</sup> und der *principal-agent* Theorie verstehen die Zulässigkeit des Insiderhandels als eine Möglichkeit für *principal* und *agent*, eine Vereinbarung über die Nutzung von Insiderinformationen durch den *agent* abzuschließen. Insiderhandel sei somit als Teil der Vergütung für Führungskräfte zu begreifen und stelle einen Anreiz dar, durch eigene Leistungen für die Gesellschaft positive Insiderinformationen zu schaffen.<sup>79</sup> Diese Insiderinformationen könnten von den Gesellschaftsinsidern zum eigenen Vorteil genutzt werden, bevor sich diese auf den Börsenkurs auswirken.<sup>80</sup>

Diese Argumentationslinie wurde insbesondere in der *law and economics* Debatte zurückgewiesen. Im Wesentlichen wird bezweifelt, dass die Möglichkeit, Insidergeschäfte zu machen, tatsächlich als Vergütungskomponente verstanden werden könne. Dies ergibt sich nicht nur daraus, dass eine Quantifizierung dieser Komponente für *principals* wie *agents* zum Zeitpunkt des Vertragsabschlusses kaum möglich ist, sondern auch aufgrund der Gefahr, unerwünschte Anreize (*perverse incentives*) zu setzen, hinterfragenswert erscheint.<sup>81</sup> Die Veröffentlichung von Informationen könnte bewusst hinausgezögert werden, damit Insider diese als Erste nutzen können. Darüber hinaus sind positive Informationen, die für Insidergeschäfte genutzt werden können, zumeist mehreren *agents* bekannt, die in der Praxis nicht gemeinsam und zu gleichen Teilen Verantwortung für den Eintritt dieser Ereignisse tragen. Daher besteht auch die Problematik, dass *agents* Insiderinformationen für Eigengeschäfte ausnutzen können, obwohl sie keine anerkennenswerte Leistung dafür erbracht haben (*free rider*).

Die ökonomische Kritik am Insiderrecht hat sich vorwiegend mit Gesellschaftsinsidern beschäftigt und kann bei Miteinbeziehung der sonstigen Insider ebenfalls nicht überzeugen. Die vorgebrachten Argumente sind untauglich für die Rechtfertigung, dass Warum Vertragspartner eines

---

<sup>78</sup> Nach Ansicht der *property rights* Theorie steht die Insiderinformation im Eigentum des Unternehmens. Das Recht, diese zu verwerten oder jemandem zur Verwertung zu überlassen, steht daher dem Unternehmen selbst zu. Vgl. *Bainbridge*, Incorporating State Law Fiduciary Duties into the Federal Insider Trading Prohibition, 52 Washington & Lee L. Rev. 1189, 1192 (1995); *Easterbrook*, Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production Of Information, 1981 Supreme Court Review 309, 313 (1981); *Krawiec*, Fairness, Efficiency, and Insider Trading: Deconstructing the Coin of the Realm in the Information Age, 95 Northwestern University L. Rev. 443 (2001); *Macey*, From Fairness to Contract: The New Direction of the Rules Against Insider Trading, 13 Hofstra L. Rev. 9, 30-37 (1984-1985). *Karmel*, Outsider Trading on Confidential Information: A Breach in Search of a Duty, 20 Cardozo L. Rev. 83 (1998); *Karmel*, The Relationship Between Mandatory Disclosure and Prohibitions Against Insider Trading: Why A Property Rights Theory of Inside Information Is Untenable, 59 Brooklyn L. Rev. 149, 173 (1993).

<sup>79</sup> Nach *Hopt/Will* war in der Schweiz noch in den 1970ern unter Juristen und Unternehmern die Ansicht weit verbreitet, dass die Erzielung von Gewinnen aus Insiderhandel mit einem Verwaltungsratsposten gleichsam als Gehaltsbestandteil verbunden wäre. *Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht 13.

<sup>80</sup> *Manne*, Insider Trading and the Stock Market; *Manne*, In Defense of Insider Trading, 44 Harvard Business Review 113 (1966).

<sup>81</sup> *Ferrara/Nagy/Thomas*, Ferrara on Insider Trading & The Wall (2007) § 1.01.

Unternehmens oder Beamte einer Aufsichtsbehörde oder Dritte, die aus sonstigen Gründen Zugang zu Insiderinformationen haben, Insidergeschäfte zu ihrem eigenen Vorteil abschließen können sollten, können die vorgebrachten Argumente nicht erklären.<sup>82</sup>

### b) *Juristische Theorien des Insiderrechts*

Die juristische Theorie nimmt als Ausgangspunkt ihrer Überlegungen die allgemeinen Wertungen der Gesetzgeber im Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht.<sup>83</sup> Die Treuepflicht der Verwaltung, das Aktionärsgleichbehandlungsgebot, Transparenz- und Offenlegungspflichten, Minderheitenrechte und Anlegerschutzergänzungen sind als theoretische Grundlagen für die Konzeption einer Insiderregelung maßgeblich. Der Zweck des Insiderrechts ist daher im Funktionsschutz des Kapitalmarkts und des Individualschutzes der Anleger zu erblicken.<sup>84</sup> Hinzu treten Erwägungen, die aus der *principal-agent* Theorie gewonnen werden.

Der Funktionsschutz kann sinnvollerweise nur im Zusammenhang mit dem Individualschutz betrachtet werden. Wenn mangels Insiderregelung Anleger nicht darauf vertrauen können, dass alle preisrelevanten Informationen dem Markt bekannt sind, wird, um das Risiko von Insidergeschäften auszugleichen, eine höhere Spanne zwischen Kauf- und Verkaufspreis verlangt, was eher professionelle Anleger als Privatanleger schädigt. Dadurch werden tendenziell die Transaktionskosten und folglich die Eigenkapitalkosten von Unternehmen erhöht.<sup>85</sup> Darüber hinaus führt Insiderhandel mittel- und langfristig zur Marktflucht der Anleger, sofern er nicht sanktioniert wird. Daher ist eine Verfolgung von Insidern zur Erhaltung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und des Individualschutzes der Anleger erforderlich,<sup>86</sup> wofür das Marktverhaltens- und Marktaufichtsrecht geradezu prädestiniert sind.<sup>87</sup>

Unter dem Gesichtspunkt der *principal-agent* Theorie ist Insiderhandel entgegen der von manchen Vertretern dieser Theorie geäußerten Kritik am Insiderhandelsverbot<sup>88</sup> ebenfalls abzulehnen. Organmitglieder können beispielsweise vor der Veröffentlichung negativer Informationen,

<sup>82</sup> Hopt, AG 1995, 359f.

<sup>83</sup> Hopt, ZGR 1991, 25f.

<sup>84</sup> Schwark/Zimmer in Schwark/Zimmer, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>4</sup> (2010) Vor § 12 WpHG Rn 13; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 4f; Hausmaninger, Insider Trading (1997) 6ff; Pfister, ZGR 1981, 337. Zum Teil wird auch in der US-amerikanischen Insiderrechtsdiskussion der Schutz des Emittenten und der Finanzintermediäre als eigenständiger Zweck des Insiderrechts erwogen. Hausmaninger, Insider Trading 21f u 27.

<sup>85</sup> Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 4; Bhattacharya/Daouk, The World Price of Insider Trading 57 The Journal of Finance 104 (2002); Hopt, AG 1995, 358.

<sup>86</sup> Gruber, ZFR 2006, 64; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 1 Rz 17f; Hopt, AG 1995, 358.

<sup>87</sup> Bumke, Die Verwaltung 41 (2008) 232.

<sup>88</sup> Vgl. Kapitel 2.1.2(a).

für welche sie Verantwortung tragen, aus Insidergeschäften Vorteile ziehen. Dass Aktionäre Organmitgliedern einen derartigen Anreiz einräumen möchten, ist wohl undenkbar. Während Insiderhandel auf Ebene der Geschäftspartner als „*victimless crime*“ gesehen werden kann, trifft dies im Verhältnis Verwaltung zu Aktionären jedenfalls nicht zu. Dringt der Verdacht von Insiderhandel an die Öffentlichkeit, ist mit einem beträchtlichen Reputationsschaden für die Gesellschaft und mittelbar für die Aktionäre der Gesellschaft zu rechnen. Noch augenscheinlicher wird dies, wenn sich unternehmensexterne Personen Insiderinformationen aneignen und diese für Insidergeschäfte nutzen.<sup>89</sup> Unabhängig davon, ob einem Anleger durch Insiderhandel tatsächlich ein Schaden entsteht, wird durch Insiderhandel das Vertrauen des Anlegers in einen fairen Börsenhandel erschüttert. Daher lassen sich die Insiderverbote mit grundlegenden Gerechtigkeitsüberlegungen und Erwartungen des Anlegerpublikums rechtfertigen.<sup>90</sup>

Die Begründung und der Anwendungsbereich des Insiderrechts war eine der umstrittensten Fragen des US-amerikanischen Insiderrechtsdiskurses. In der Rechtsprechung des Supreme Courts wurden im Laufe der Zeit verschiedene Theorien entwickelt.<sup>91</sup> Die Informationsgleichheitstheorie (*equal access theory*) stellt auf den ungleichen Zugang zu Informationen ab und versucht diese Ungleichheit durch Offenlegung der Insiderinformation oder Transaktionsverbote auszugleichen. Die Treuepflichttheorie (*fiduciary duty theory*) führt das Insiderrecht auf eine Treuepflicht zwischen Treunehmern und Treugebern, insbesondere zwischen Verwaltung und Aktionären, zurück, die ein Insiderhandelsverbot miteinschließt. Nach der derzeit herrschenden Veruntreuungstheorie (*misappropriation theory*) soll die Insiderinformation nicht dem Insider, sondern der Gesellschaft oder anderen Berechtigten zustehen. Der Insider darf daher eine Insiderinformation, die einer anderen Person zusteht, nicht für eigene Zwecke verwenden. Dieser Theorienstreit ist für das europäische Insiderrecht von untergeordneter Bedeutung, weil der europäische Gesetzgeber in der InsiderRL und deren Nachfolgerin, der Marktmissbrauchsrichtlinie,<sup>92</sup> den Anwendungsbereich der Insiderverbote positiviert hat. Daher wird im Gegensatz zu den USA dessen Reichweite nicht fallspezifisch von Gerichten entschieden.

---

<sup>89</sup> Beispielsweise ein Druckereimitarbeiter, der Zugang zu Informationen über ein bevorstehendes Übernahmeangebot hat. *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980).

<sup>90</sup> *Schwark/Zimmer* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> Vor § 12 WpHG Rn 12; *Ferrara/Nagy/Thomas*, Insider Trading & The Wall § 1.01; *Hopt*, ZGR 1991, 26f.

<sup>91</sup> Dazu ausführliche Kapitel 6.2.3.

<sup>92</sup> RL 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl L 2003/91, 16.

---

Gemäß der Theorie der Kapitalmarkteffizienz (*Efficient Capital Market Hypothesis*) ist der Kapitalmarkt dann effizient, wenn die Aktienkurse alle relevanten Informationen über die notierten Wertpapiere und deren Emittenten widerspiegeln.<sup>93</sup> Tatsächlich herrscht am Kapitalmarkt aber eine Informationsasymmetrie zwischen den Marktteilnehmern, was zu einer Verzerrung der Aktienkurse führt.<sup>94</sup> Dieser Informationsasymmetrie setzt das moderne Kapitalmarktrecht die *disclosure philosophy* entgegen, die dem US-amerikanischen Kapitalmarktrecht<sup>95</sup> entstammt und vom europäischen Kapitalmarktrecht übernommen wurde.<sup>96</sup> Dabei soll durch Transparenz- und Publizitätspflichten Informationsgleichheit der Marktteilnehmer geschaffen werden, um deren Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, das als zentrale Voraussetzung für möglichst effiziente Kapitalmärkte gesehen wird, umfassend zu schützen. Die Transparenz- und Publizitätspflichten finden in den Insiderverboten ihre Ergänzung, weil dadurch die Verwendung von dem Markt noch nicht offengelegten preisrelevanten Informationen verboten wird.

Für die Insiderverbote sprechen auch Gründe des Anlegerschutzes, dessen Dreh- und Angelpunkt die Anlageentscheidung des Investors ist. Das Kapitalmarktrecht strebt den Idealfall an, dass diese Anlageentscheidung auf Basis vollständiger Informationen getroffen werden kann.<sup>97</sup> Die soll auf mehreren Ebenen, insbesondere durch die Prospektpflicht sowie laufende und anlassbezogene Transparenz- und Publizitätspflichten, erreicht werden. Da der Handlungswert des Insiderhandels gerade darin besteht, dass Insider die unvollständigen Informationen von Nicht-Insidern ausnützen, ist das Insiderverbot aufgrund des allgemeinen Ziels des Kapitalmarktrechts, den Anleger zum Zeitpunkt seiner Anlageentscheidung zu schützen, gerechtfertigt.

### 2.1.3. Regulierungsmodelle

In der Praxis haben sich vier Modelle zur Regulierung des Insiderhandels etabliert: die freiwillige Selbstverpflichtung der potentiellen Insider, eine auf Transparenz setzende Registerlösung ohne Insiderhandelsverbot, ein (verwaltungs)strafrechtliches Verbot und eine umfassende Kombinationslösung mit einem strafrechtlichen Insiderhandelsverbot.

---

<sup>93</sup> Grundlegend *Fama*, *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 *The Journal of Finance* 383 (1970).

<sup>94</sup> Aufgrund der Kosten für Informationssammlung, -verarbeitung und -überprüfung, die nur bei entsprechend hohen Investitionssummen wirtschaftlich vernünftigerweise aufgebracht werden, sind Privatanleger besonders stark von der Informationsasymmetrie betroffen. *Seibt*, *Finanzanalysten im Blickfeld von Aktien- und Kapitalmarktrecht*, ZGR 2006, 501 (506).

<sup>95</sup> Ausführlich zur Entstehung der *disclosure philosophy* *Loss/Seligman*, *Fundamentals of securities regulation*<sup>5</sup> (2004) 32ff.

<sup>96</sup> *Gruber*, ZFR 2006, 65f.

<sup>97</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, *Kapitalmarktrecht* § 1 Rz 24; *Möllers*, AG 1999, 434.

### a) *Freiwillige Selbstverpflichtung*

Das Modell der freiwilligen Selbstverpflichtung setzt auf Insiderhandelsregeln, die von den jeweiligen Wertpapierbörsen und beteiligten Verkehrskreisen erarbeitet werden, und verzichtet auf gesetzliche Vorschriften zur Regelung des Insiderhandels. Die Insiderhandelsregeln erlangen ihre Geltung durch die freiwillige Unterwerfung der Marktteilnehmer und sehen im Fall von Insiderhandel idR Konventionalstrafen und den Verfall des Gewinns der Insidergeschäfte vor. Die Befürworter sprechen sich für dieses Regelungsmodell aus, weil es flexibel an die Marktteilnehmer und den Markt anpassbar, sowie zur Schaffung von Problembewusstsein geeignet sei.<sup>98</sup> In der Praxis hat sich das Modell der freiwilligen Selbstverpflichtung aufgrund mangelnder Akzeptanz, konzeptioneller Schwächen und fehlender Sanktionen nicht bewähren können.<sup>99</sup> Darüber hinaus hat das System der freiwilligen Selbstverpflichtung, das anstatt einer staatlichen Marktaufsicht auf eine Selbstüberwachung der Kapitalmarktteilnehmer setzt, mit einem inhärenten Interessenskonflikt zu kämpfen, der sich aus der großen Nähe zwischen Überwachern und Überwachten ergibt.<sup>100</sup>

### b) *Registerlösung*

Die Registerlösung verzichtet ebenfalls auf ein gesetzliches Insiderhandelsverbot. Stattdessen soll ein Register, in dem die Gesellschaftsinsider erfasst werden, Transparenz schaffen. Die Registerlösung wurde in Großbritannien durch den Companies Act 1947 eingeführt. 1980 wurde die Registerlösung durch ein Insiderhandelsverbot abgelöst,<sup>101</sup> weil diese unter dem Eindruck von Insiderhandelsskandalen als unzureichend empfunden wurde. Frankreich setzte nur für den kurzen Zeitraum von 1967 bis 1970 auf eine Registerlösung und führte schlussendlich ein strafrechtliches Insiderhandelsverbot ein, dessen Durchsetzung der Commission des Opérations de Bourse übertragen wurde.<sup>102</sup>

### c) *(Verwaltungs)strafrechtliches Verbot*

Nachdem sich sowohl das Modell der freiwilligen Selbstverpflichtung als auch die Registerlösung im Kampf gegen den Insiderhandel in der Praxis nicht bewähren konnten, wurden in etlichen Staaten materiellrechtliche Insiderhandelsverbote eingeführt. Die meisten EG-

---

<sup>98</sup> *Kretschmer*, Diskussionsbeitrag zum Thema Insiderhandel, ÖBA 1992, 553 (555); *Hopt*, ZGR 1991, 51ff; *Zahn*, Erfahrungen mit Insiderproblemen in der Bundesrepublik, ÖBA 1974, 201 (202f).

<sup>99</sup> Vgl. Kapitel 4.1 und Kapitel 5.1.

<sup>100</sup> *Hopt/Baum*, Börsenrechtsreform in Deutschland, in *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform (1997) 287 (368); *Hausmaninger*, Insider Trading 412.

<sup>101</sup> Part V §§ 68-74 Companies Act 1980 (Commencement) Order 1980 (SI 1980/745).

<sup>102</sup> *Schick*, Der Insiderstraftatbestand (§ 48a BörseG) auf dem Prüfstand einer europäischen Kriminalpolitik, in FS Platzgummer (1995) 129 (138ff).

Mitgliedsstaaten setzten bereits vor dem Erlass der Insiderrichtlinie auf ein – zumeist strafrechtliches - Insiderverbot.<sup>103</sup> Als erstes deutschsprachiges Land hat die Schweiz im Jahr 1985 durch die Einführung von Art 161 schweiz. StGB, der am 1.7.1988 in Kraft getreten ist, ein strafrechtliches Insiderhandelsverbot erlassen.<sup>104</sup>

#### d) **Kombinationslösung**

Die Kombinationslösung geht über ein gesetzliches Insiderhandelsverbot hinaus und sieht zusätzlich Vorschriften zu dessen Flankenschutz wie zum Beispiel die Ad-hoc Publizitätspflicht vor. Darüber hinaus wird die Überwachung des Insiderhandels einer spezialisierten Behörde übertragen. Durch diese Maßnahmen soll die Effektivität des Insiderverbots sichergestellt werden. Das Parademodell für die Kombinationslösung ist das US-amerikanische Insiderrecht, das von der Securities Exchange Commission überwacht wird. Die Europäische Gemeinschaft hatte sich beim Erlass der InsiderRL an der Kombinationslösung orientiert, war aber vom Regelungsumfang hinter dem US-amerikanischen Modell zurückgeblieben.<sup>105</sup> Erst durch die MarktmissbrauchsRL führte die Europäische Union schlussendlich eine umfassende Kombinationslösung ein.<sup>106</sup>

#### 2.1.4. **Strafrechtliches Insiderhandelsverbot**

Im internationalen Vergleich hat sich die Kombinationslösung, bei der ein strafrechtliches Insiderhandelsverbot durch Organisations-, Verhaltens-, Publizitäts- und Meldepflichten ergänzt wird, durchgesetzt. Ungeachtet dessen wurde seit der Einführung des strafrechtlichen Insiderverbots, neben der Debatte über die wirtschaftliche Rechtfertigung des Insiderrechts, eine Diskussion auf juristischer Ebene darüber geführt, ob das Strafrecht überhaupt das geeignete Mittel zur Bekämpfung von Insiderhandel sei.<sup>107</sup> Zum Teil wurde argumentiert, dass zivilrechtliche Sanktionen zur Bekämpfung des Insiderhandels genügt hätten<sup>108</sup> oder sogar wirkungsvoller als strafrechtliche Sanktionen wären.<sup>109</sup> Weiters wurde die Ansicht vertreten, dass das Insiderrecht entkriminalisiert und stattdessen Verwaltungsstrafen von einer spezialisierten Verwaltungsbehörde

<sup>103</sup> Hopt, ZGR 1991, 51ff.

<sup>104</sup> Groner, Aspekte des Insiderhandels (Art. 161 StGB), in Ackermann, Strafrecht als Herausforderung (1999) 261 (261f); Hopt, ZGR 1991, 53.

<sup>105</sup> Hopt, ZGR 1991, 51.

<sup>106</sup> Vgl. Kapitel 3.2.9.

<sup>107</sup> Vgl. Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> Vor § 12 Rz 44. Zur InsiderRL Hausmaninger, ÖBA 1993, 848; Wilhelm, ecolex 1992, 757; Walther, Auf dem Weg zum europäischen Insider-Recht, in FS Heinsius (1991) 875 (892). Zur MarktmissbrauchsRL Hausmaninger, Pro: „Entkriminalisierung“ des Insiderrechts, ÖBA 2003, 637; Reich-Rohrwig, Contra: „Entkriminalisierung“ des Insiderrechts, ÖBA 2003, 639; Noll/Klimscha, Über die Sinnhaftigkeit der Bestrafung von Insidergeschäften, ÖJZ 2005, 658.

<sup>108</sup> Wilhelm, ecolex 1992, 757.

<sup>109</sup> Walther in FS Heinsius 892.

verhängt werden sollten.<sup>110</sup> Eine Mindermeinung sah aufgrund der Ad-hoc Publizität das Informationsgleichgewicht am Markt gebannt und schloss daraus, dass sich das strafrechtliche Verbot des Insiderhandels erübrigt hätte.<sup>111</sup>

### a) *Strafwürdigkeit*

Im Zuge der Einführung eines strafrechtlichen Insiderhandelsverbots wurde die Frage kontrovers diskutiert, ob der Funktionsschutz des Kapitalmarkts überhaupt als strafrechtlich schützenswertes Rechtsgut anzusehen sei. Vor allem von Kritikern wurde behauptet, dass es sich beim Kapitalmarkt um ein abstraktes, überindividuelles Rechtsgut handle, das einem strafrechtlichen Schutz nicht zugänglich sein sollte.<sup>112</sup> Dem wurde zu Recht entgegengehalten, dass Kapitalmärkte in unserem Wirtschafts- und Finanzsystem eine besonders bedeutende Rolle einnehmen und vom Vertrauen der Anleger in die Funktionsfähigkeit dieser Märkte abhängen. Der Individualschutz kann daher nicht vom Funktionsschutz getrennt werden. Dies gilt insbesondere für den integrierten europäischen Finanzmarkt, weil dieser nicht nur das Vertrauen des Anlegers auf den Kapitalmarkt in seinem Heimatmitgliedstaat, sondern auch auf jene in den übrigen Mitgliedsstaaten voraussetzt.<sup>113</sup> Schlussendlich rechtfertigt die große volkswirtschaftliche Bedeutung eines funktionierenden Kapitalmarktes eine strafrechtliche Sanktionierung der Insiderverbote.<sup>114</sup>

### b) *Unbestimmte Rechtsbegriffe*

Im Kernstrafrecht fällt im Allgemeinen die Subsumption des Verhaltens eines Beschuldigten unter die jeweiligen Verbotsnormen aufgrund griffiger, lebensnaher Tatbestände leicht. Dieser Befund lässt sich auf die nebenstrafrechtlichen Insiderverbote nicht übertragen, weil alleine die Auslegung des Begriffs der Insiderinformation mitunter große Schwierigkeiten bereiten kann. Dies ist auf seine Definition zurückzuführen, die eine Vielzahl unbestimmter Begriffe enthält.<sup>115</sup> In der Praxis kann beispielsweise die Frage, ab wann eine Information kursrelevant oder öffentlich bekannt ist, zu Abgrenzungsproblemen führen. In diesem Zusammenhang weist *Hopt* zu

---

<sup>110</sup> *Hausmaninger*, ÖBA 2003, 638; *Hausmaninger*, ÖBA 1993, 848; *Walther* in FS Heinsius 891.

<sup>111</sup> *Noll/Klimscha*, ÖJZ 2005, 658. Die von *Noll/Klimscha* vertretene Meinung überzeugt nicht, da sie weder die Frage der Erkennbarkeit einer Insiderinformation noch die Zeiträume, in denen Ad-hoc Mitteilungen aufgeschoben werden können, behandelt. Darüber hinaus ist es unlogisch, lediglich das börsennotierte Unternehmen unter Strafdrohung zur Einhaltung der Ad-hoc Publizitätspflicht anzuhalten, um Informationsgleichgewicht am Kapitalmarkt herzustellen, während Insider straflos Informationsasymmetrien zu ihren Gunsten ausnutzen können.

<sup>112</sup> Vgl. *Vogel* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> Vor § 38 Rz 4c f; *Park*, Kapitalmarktstrafrecht und Anlegerschutz, NStZ 2007, 369 (377); *Hausmaninger*, Insider Trading 410f; *Schick* in FS Platzgummer 131f.

<sup>113</sup> *Schmitz*, Der strafrechtliche Schutz des Kapitalmarkts in Europa, ZStW 115 (2003) 501 (508f).

<sup>114</sup> Vgl. *Vogel* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> Vor § 38 Rz 5; *Reich-Rohrwig*, ÖBA 2003, 639f.

<sup>115</sup> *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> Vor § 12 Rz 41; *Wilhelm*, *ecolex* 1992, 757; *Lucius*, Die neuen Insiderregelungen, ÖBA 1990, 128 (128). Zu den Charakteristika einer Insiderinformation ausführlich Kapitel 3.2.4 und 6.2.5.

Recht darauf hin, dass dies ein grundsätzliches Problem der Regelung wirtschaftlicher Vorgänge darstelle und für das Insiderrecht nicht spezifisch sei.<sup>116</sup> Darüber hinaus sind die Insiderverbote im Gegensatz zum Kernstrafrecht nur für gewisse Verkehrskreise von praktischer Bedeutung, die idR über besonderes Wissen über das Insiderrecht verfügen bzw. besonders dafür sensibilisiert wurden.<sup>117</sup>

### c) *Strafverfolgung*

Die Verfolgung von Verstößen gegen die Insiderverbote ist in der Praxis in sämtlichen Staaten, die eine strafrechtliche Insiderregelung eingeführt haben, mit Schwierigkeiten konfrontiert,<sup>118</sup> was sich in der geringen Anzahl diesbezüglicher Verurteilungen ausdrückt. Hindernisse stellen dabei Beweisschwierigkeiten und die diffizile Überwachung der Insiderverbote dar.<sup>119</sup> Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass das Wirtschaftsstrafrecht im Allgemeinen und das Insiderrecht im Besonderen für die auf das Kernstrafrecht mit seinen griffigen Tatbeständen spezialisierten Strafverfolgungsbehörden schwerer zu fassen sind und umfangreiche Wirtschaftskompetenz erfordern. Darüber hinaus handelt es sich bei Insiderverboten idR um Vorsatzdelikte, was zusätzliche Beweisprobleme aufwirft.

Die geringe Zahl an Verurteilungen alleine ist jedoch nicht aussagekräftig, weil deren abschreckende Wirkung damit nicht widerlegt wird.<sup>120</sup> Vielmehr ist darauf Bedacht zu nehmen, dass durch strafrechtliche Sanktionen eine präventive Wirkung erzielt werden kann,<sup>121</sup> die jedoch eher auf die Gefahr der Stigmatisierung im Wirtschaftsleben aufgrund einer Anklage oder einer strafrechtlichen Verurteilung als auf die konkrete Strafdrohung für Verstöße gegen die Insiderverbote zurückzuführen ist.<sup>122</sup>

---

<sup>116</sup> Hopt, AG 1995, 361.

<sup>117</sup> Vgl. § 13 Abs 4 Z 5 ECV.

<sup>118</sup> Zu den Vorteilen eines gerichtlichen Straftatbestands *Schick* in FS Platzgummer 148f.

<sup>119</sup> *Schwark/Zimmer* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> Vor § 12 WpHG Rn 10; *Park*, NStZ 2007, 372; *Eisele*, WM 1993, 1021. Als weiterer Grund werden auch mangelnde Ressourcen der Aufsichtsbehörden genannt. In Österreich soll die Personalknappheit in der Markt- und Börsenaufsicht der FMA ein Problem sein. *IMF*, Austria: Financial Sector Assessment Program Update. Technical Note—Factual Update and Analysis of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, IMF Country Report No. 08/206 (2008) 22.

<sup>120</sup> Hopt, AG 1995, 361.

<sup>121</sup> Der österreichische Gesetzgeber ging bei der Einführung des Insiderverbots davon aus, dass nur ein Straftatbestand eine genügend große abschreckende Wirkung hätte. ErläutRV 1110 BlgNR 18. GP 15; *Kalss*, Economy-Fachmagazin 1993, 133.

<sup>122</sup> Vgl. zur Auswirkung der Strafdrohung *Beams/Brown/Killough*, An Experiment Testing the Determinants of Non-Compliance with Insider Trading Laws, 45 Journal of Business Ethics, 309, 320 (2003).

### 2.1.5. Flankenschutz

Das Insiderstrafrecht setzt primär auf Repression und entfaltet seine volle Wirkung erst dann, wenn bereits gegen Insiderverbote verstoßen wurde. Da das Kapitalmarktrecht die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und das Vertrauen der Anleger in diesen schützen möchte, ist das Insiderstrafrecht durch Compliance-Vorschriften zu ergänzen, durch welche Verstöße präventiv verhindert werden sollen.<sup>123</sup> Da die Insiderverbote ohne angemessenen Flankenschutz nur wenig effektiv wären, setzt das moderne Kapitalmarktrecht mit Präventivmaßnahmen dort an, wo Insiderinformationen entstehen. Anlassbezogene Publizitätspflichten sollen sicherstellen, dass Insidergeschäfte sachlich und zeitlich verunmöglicht werden, weshalb Emittenten Insiderinformationen unverzüglich nach deren Entstehen zu veröffentlichen haben. Für den Zeitraum vom Entstehen bis zur Veröffentlichung sollen Organisations- und Verhaltenspflichten für Emittenten und Finanzintermediäre die Vertraulichkeit von Insiderinformationen gewährleisten. Der Flankenschutz wird schließlich durch Meldepflichten für bestimmte Gesellschaftsinsider komplettiert, wenn diese Geschäfte mit Insiderpapieren tätigen.

Zu bedenken ist jedoch, dass die Einhaltung der Organisations-, Verhaltens-, Publizitäts- und Meldepflichten für die Adressaten dieser Vorschriften mit einem erheblichen administrativen Aufwand verbunden ist.<sup>124</sup>

#### a) *Organisationspflichten*

Emittenten werden verpflichtet, Maßnahmen zu treffen, um Insiderhandel hintanzuhalten. Insbesondere sollen interne Insiderrichtlinien, organisatorische Vorkehrungen, sowie Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen sicherstellen, dass der innerbetriebliche Informationsfluss reguliert und der Kreis potentieller Insider möglichst klein gehalten wird.<sup>125</sup>

Da diese Organisationspflichten präventive Funktion haben, müssen die Maßnahmen bereits zu einem Zeitpunkt ansetzen, an dem eine Insiderinformation noch gar nicht entstanden ist, weil sie aufgrund der Ad-hoc Publizitätsvorschriften unverzüglich nach ihrem Entstehen zu veröffentlichen ist und nur ausnahmsweise ein Aufschub der Veröffentlichung zulässig ist.<sup>126</sup> Daher sind für Insider-Compliance streng genommen nicht erst Insiderinformationen, sondern bereits all jene Informationen, die geeignet sind, in absehbarer Zukunft eine Insiderinformation zu werden, von Bedeutung. Insider-Compliance muss daher sicherstellen können, dass compliance-relevante

---

<sup>123</sup> Vgl. *Hopt*, ZHR 141 (1977) 412.

<sup>124</sup> Vgl. *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rz 49.

<sup>125</sup> Vgl. Kapitel 4.3.2.

<sup>126</sup> Vgl. Kapitel 3.2.9(a).

Informationen frühzeitig erkannt und angemessene organisatorische Vorkehrungen zu deren Geheimhaltung ergriffen werden. Die Bedeutung des Konzepts der compliance-relevanten Information wird auch dadurch unterstrichen, dass Informationen gemäß den anwendbaren Ad-hoc Publizitätsvorschriften unverzüglich veröffentlicht werden müssen, sobald diese die Kriterien einer Insiderinformation erfüllen. Dies wird jedenfalls dann nicht möglich sein, wenn Insider-Compliance erst zum Zeitpunkt des Entstehens der Insiderinformation ansetzen würde.

**b) *Verhaltenspflichten***

Finanzintermediäre sind nicht nur speziellen Organisationsvorschriften unterworfen, die über die Organisationsanforderungen an Emittenten hinausgehen, sondern unterliegen auch Beratungs- und Empfehlungsverboten. Damit soll sichergestellt werden, dass Finanzintermediäre Insiderinformationen, die sie beispielsweise als kreditgebende Bank des Emittenten erlangen, nicht in ihrer Beratungstätigkeit im Wertpapierhandel gegenüber Kunden verwenden.<sup>127</sup>

**c) *Publizitätspflichten***

Das Verbot des Insiderhandels wird durch die Ad-hoc Publizitätsvorschriften entscheidend unterstützt, weil die unverzügliche Veröffentlichung von Insiderinformationen den Zeitraum drastisch einschränkt, in dem Informationsvorsprünge bestehen und Insidergeschäfte getätigt werden können. Da die Veröffentlichung Ad-hoc-pflichtiger Insiderinformationen dem Emittenten und nicht dem Insider obliegt, kann nur eine unverzügliche Veröffentlichung durch diesen einen Beitrag dazu leisten, Verstöße gegen die Insiderverbote wirksam zu bekämpfen. Die Präventionswirkung der Ad-hoc Pflicht besteht somit darin, Verstößen die sachliche Grundlage – nämlich die Existenz der Insiderinformation an sich – zu entziehen.<sup>128</sup>

Obwohl die Erkenntnis nicht neu ist, dass Publizität entscheidende Bedeutung bei der Kapitalmarktregulierung zukommt,<sup>129</sup> wurde eine umfassende Pflicht zur Veröffentlichung von Insiderinformationen erst 1989 in Europa und 2000 in den USA eingeführt.<sup>130</sup>

---

<sup>127</sup> Vgl. Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 6 Rz 85f.

<sup>128</sup> Vgl. Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 6. In der Praxis wird oftmals die Veröffentlichung von Ad-hoc Meldungen in zeitlicher Hinsicht von Emittenten bewusst gesteuert. Positiv eingestufte Informationen werden bevorzugt in den ersten Handelsstunden oder zu anderen Zeiten publiziert, zu denen eine erhöhte Aufmerksamkeit von Investoren und Medien erwartet werden kann. Negative Nachrichten werden hingegen tendenziell nach Handelsschluss oder am Wochenende veröffentlicht. *Nguyen/Verchow*, Über das richtige Timing von ad-hoc-Meldungen - Is there a Good Time for Bad News? ÖBA 2009, 647 (647 u 653).

<sup>129</sup> Vgl. *Zahn*, ÖBA 1974, 203; *Brandeis*, Other People's Money And How the Bankers Use It (1914) 92.

<sup>130</sup> Siehe dazu Kapitel 3.2.9(a) und 6.2.12(a).

### **d) Meldepflichten**

Transaktionsbezogene Meldepflichten dienen als Flankenschutz des Insiderrechts und setzen auf zwei Ebenen, nämlich bei den Gesellschaftsinsidern und Finanzintermediären, an. Durch die Directors's Dealings Meldepflicht<sup>131</sup> sind Gesellschaftsinsider, idR Organmitglieder und sonstige Personen, die beim Emittenten Führungsaufgaben wahrnehmen, verpflichtet, Transaktionen mit Wertpapieren des Emittenten innerhalb einer kurzen Frist nach deren Abschluss der zuständigen Aufsichtsbehörde, der Börse, an der die Wertpapiere des Emittenten notieren, und dem Emittenten zu melden. Gesellschaftsinsider haben aufgrund ihrer besonderen Nahebeziehung zum Emittenten regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen. Daher soll die Directors's Dealings Meldepflicht sicherstellen, dass der Kapitalmarkt rasch mit Information über Transaktionen durch Gesellschaftsinsider versorgt wird, die, selbst wenn sie nicht in Kenntnis von Insiderinformationen getätigt werden, jedenfalls für die übrigen Kapitalmarktteilnehmer von Interesse sind und Indikationswirkung haben können.<sup>132</sup> Aus Gründen des Umgehungsschutzes erstreckt sich die Meldepflicht auch auf Transaktionen Gesellschaftsinsidern nahestehender Personen. Die Directors's Dealings Meldepflicht ist auch aus Sicht der Aufsichtsbehörde vorteilhaft, weil sie Ermittlungen bei Verdacht von Insiderhandel erleichtert.

Finanzintermediäre werden aufgrund ihrer zentralen Funktion bei der Durchführung von Wertpapierhandel einer insiderspezifischen Meldepflicht unterworfen. Sobald diese einen begründeten Verdacht haben, dass eine Transaktion dem Insiderhandelsverbot unterliegen könnte, sind sie zur Anzeige bei der zuständigen Aufsichtsbehörde verpflichtet.<sup>133</sup>

## **2.2. Compliance**

Die Wurzeln von Compliance-Programmen liegen im US-amerikanischen Kapitalmarkt- und Kartellrecht<sup>134</sup> sowie in der US-Exportkontrollgesetzgebung während des Kalten Krieges<sup>135</sup>. Die Verbreitung des Compliance-Konzepts vollzog sich maßgeblich im Rahmen der Aufarbeitung großer Unternehmensskandale<sup>136</sup> und seine Anfänge können in den USA bis in die 1960er zu-

---

<sup>131</sup> Siehe dazu Kapitel 3.2.9(b) und 6.2.12(b).

<sup>132</sup> *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15a Rz 12.

<sup>133</sup> Vgl. Kap 3.2.9(c).

<sup>134</sup> *Klindt*, NJW 2006, 3399.

<sup>135</sup> *Hauschka* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 1 Rn 39.

<sup>136</sup> *Corporate Compliance Committee*, ABA Section of Business Law, Corporate Compliance Survey, 60 Business Lawyer 1759, 1760 (2005); *Rakoff/Blumkin/Sauber*, Corporate Sentencing Guidelines: Compliance and Mitigation (1993) § 5.02[1][a]; *Sieber*, Compliance-Programm im Unternehmensstrafrecht, in FS Tiedemann (2008) 449 (449).

rückverfolgt werden. Damals führten mehrere große Elektrizitätsversorgungsunternehmen Corporate Compliance Codes als Reaktion auf kartellrechtliche Ermittlungen wegen Preisabsprachen ein.<sup>137</sup> Damit wurde von Unternehmensseite versucht einerseits die Ermittlungsbehörden und Gerichte milde zu stimmen und andererseits zukünftige Rechtsverletzungen zu verhindern. Jedoch erfolgte die Anerkennung einer strafmildernden Funktion von Compliance-Programmen durch die Rechtsprechung nur zögerlich.

Aufsehenerregende Wirtschaftsskandale in den 1970ern verstärkten die Bedeutung von Compliance Codes.<sup>138</sup> Im Jahr 1980 erhob eine US-amerikanische Studie, dass 40% aller befragten kleineren Unternehmen, 75% aller mittleren Unternehmen und beinahe alle großen Unternehmen Corporate Compliance Codes eingeführt hatten.<sup>139</sup> Im gleichen Jahrzehnt wurde die Wall Street von Insiderhandelskandalen erschüttert, was die Etablierung ausgefeilter Compliance-Programme bei Finanzdienstleistern und Emittenten zur Folge hatte.<sup>140</sup> Im Gesellschaftsrecht wurde Compliance durch die 1996 ergangene *Caremark*-Entscheidung zum tonangebenden Thema.<sup>141</sup> Die Bilanzierungsskandale der Enron-Ära gaben Compliance-Programmen schließlich den letzten nötigen Schub.<sup>142</sup>

Im deutschsprachigen Raum war Compliance jedoch bis in die 1990er praktisch unbekannt. Während sich in der Technik und Medizin prozessorientiertes Konformitätsmanagement längst etabliert hatte, war dies im juristischen Diskurs lange Zeit kein Thema.<sup>143</sup> Drei Faktoren führten aber schließlich zu einer zunehmenden Verbreitung von Compliance-Programmen in Europa. Erstens hatten europäische Tochterunternehmen von US-Konzernen Compliance-Programme einzuführen. Zweitens wurden ab Anfang der 1990er vermehrt die Aktien großer europäischer Unternehmen im Rahmen eines Cross-Listings an einer US-Börse zum Handel zugelassen, wes-

---

<sup>137</sup> Eine ausführliche Darstellung dieser Kartellrechtsverfahren findet sich in *Watkins*, Electrical Equipment Antitrust Cases: Their Implications for Government and for Business, 29 University of Chicago L. Rev. 97 (1961).

<sup>138</sup> *Linklater/McElyea*, Die Auswirkung von „Corporate Compliance Codes“ auf die strafrechtliche Haftung eines Unternehmens unter den US-amerikanischen „Federal Sentencing Guidelines“, RIW 1994, 117 (118).

<sup>139</sup> *White/Montgomery*, Corporate Codes of Conduct, 23 California Management Review 80 (1980).

<sup>140</sup> *Rakoff/Blumkin/Sauber*, Corporate Sentencing Guidelines: Compliance and Mitigation § 5.02[1][c].

<sup>141</sup> *Walker*, Board oversight of a compliance program: The implications of *Stone v. Ritter*, 1661 PLI/Corp 67, 69 (2008). Die *Caremark* Entscheidung wurde zu Recht auch als „landmark case in the world of corporate compliance“ bezeichnet. *Murphy*, The Federal Sentencing Guidelines for Organizations: A Decade of Promoting Compliance and Ethics, 87 Iowa L. Rev. 697, 714 (2002). Ausführlich dazu in Kapitel 6.3.1(a).

<sup>142</sup> *Rakoff/Blumkin/Sauber*, Corporate Sentencing Guidelines: Compliance and Mitigation § 5.02[1][e].

<sup>143</sup> *Klindt*, NJW 2006, 3340.

halb diese Unternehmen dem US-amerikanischen Kapitalmarktrecht unterworfen waren.<sup>144</sup> Und drittens reagierte die Öffentlichkeit in zunehmendem Maße sensibel auf rechtswidriges und unethisches Verhalten von Unternehmen und Managern.<sup>145</sup> Compliance gewann in Deutschland und Österreich ab Mitte der 1990er weiter an Bedeutung, weil Unternehmen verstärkt an die Börse drängten und institutionelle Investoren von diesen erwarteten, ihre Unternehmensführung transparenter zu gestalten. Hinzu trat außerdem die aufkommende Corporate Governance Diskussion und die damit verbundene Sensibilisierung der Öffentlichkeit.<sup>146</sup>

Obwohl das Kapitalmarktrecht weiterhin eine Vorreiterstellung einnimmt, hat sich der Compliance-Ansatz mittlerweile auch im deutschsprachigen Raum von seinen einstigen Kernbereichen emanzipiert.<sup>147</sup> So wurden beispielsweise das Arbeitsrecht, der Einsatz von Informationstechnologie im Unternehmen oder die Korruptionsbekämpfung als compliance-relevante Themenkomplexe erkannt. Trotzdem sind umfassende Compliance-Programme weiterhin zumeist nur bei großen, börsennotierten Unternehmen im Einsatz. Nicht-börsliches Compliance-Management bei kleineren und mittleren Unternehmen ist idR über erste Anfänge noch nicht hinausgekommen,<sup>148</sup> obwohl gerade diese die Kosten von Compliance-Verstößen oftmals weniger leicht verkraften können.<sup>149</sup>

Im Wesentlichen kann man die vier Ziele von Compliance folgendermaßen zusammenfassen: Erstens sollen das Unternehmen, die Organmitglieder und Mitarbeiter sich nicht nur zu rechtmäßigem Verhalten bekennen, sondern sich auch tatsächlich konform verhalten. Zweitens sollen die Rechtsfolgen von Gesetzesverletzungen für das Unternehmen und die Organmitglieder gemindert werden. Drittens soll das Vertrauen der Stakeholder in das Unternehmen geschützt werden. Und viertens soll das Unternehmen in die Lage versetzt werden, sich glaubwürdig als *good corporate citizen* in der Öffentlichkeit darstellen zu können.<sup>150</sup> Daher muss ein Compliance-Programm gewährleisten, dass Compliance-Verstöße verhindert, Verstöße so rasch als möglich erkannt, und, sofern die Präventivmaßnahmen nicht ausreichen, auch umgehend Konsequenzen gezogen werden.

---

<sup>144</sup> Als Beispiele hierfür sind unter anderem Total (1991), Alcatel-Lucent (1992), Daimler-Benz (1993), Nokia (1994) und Telecom Italia (1995) zu nennen.

<sup>145</sup> Stephan/Seidel in Hauschka, Corporate Compliance § 25 Rn 9.

<sup>146</sup> Mehr dazu in Kapitel 4.1 und 5.1.

<sup>147</sup> Klindt, NJW 2006, 3399f.

<sup>148</sup> Wecker/Galla in Wecker/van Laak, Compliance in der Unternehmerpraxis 43; Klindt, NJW 2006, 3399f.

<sup>149</sup> T. L. Banks/F. Z. Banks, Corporate Legal Compliance Handbook (2008) 1-4.

<sup>150</sup> Vgl. U. Schneider, ZIP 2003, 648.

Ein Compliance-Programm muss daher nach *Lösler* fünf Funktionen erfüllen.<sup>151</sup> Erstens kann das Compliance-Programm das Unternehmen und seine Mitarbeiter vor zivilrechtlicher Haftung bzw. strafrechtlicher Verantwortlichkeit für angebliches oder tatsächliches Fehlverhalten und dessen Folgen, wie insbesondere Reputationsschäden und eine Herabstufung des Ratings, schützen. Darüber hinaus können Compliance-Programme der Erhaltung guter Beziehungen zu Aufsichtsbehörden dienen (Schutzfunktion). Zweitens berät und informiert die Compliance-Abteilung die Geschäftsleitung und die operativen Bereiche des Unternehmens über compliance-relevante Themen (Beratungs- und Informationsfunktion). Drittens schärft Compliance das Bewusstsein des Unternehmens und der Unternehmensangehörigen für regelkonformes Verhalten, was sich auch positiv auf das Qualitätsbewusstsein hinsichtlich der Produkte oder Dienstleistungen des Unternehmens auswirken kann (Qualitätssicherungs- und Innovationsfunktion). Viertens gewährleisten Compliance-Programme eine zeitnahe Überwachung des Unternehmens und des Verhaltens der Unternehmensangehörigen, um Fehlverhalten rasch aufzuklären und abzustellen (Monitoring- oder Überwachungsfunktion). Schlussendlich kommt Compliance fünftens auch eine Marketing-Funktion zu, indem das Ansehen des Unternehmens als *good corporate citizen* gestärkt wird.<sup>152</sup>

### 2.2.1. Zentrale Aspekte von Compliance

#### a) *Leitungsverantwortung*

Compliance ist eine zentrale Pflicht der Geschäftsleitung, die sich aus gesellschaftsrechtlichen Organisations- und Überwachungspflichten ergibt<sup>153</sup> und durch spezialgesetzliche Normen konkretisiert wird.<sup>154</sup> Eine Generalisierung spezialgesetzlicher Pflichten zu allgemeinen Compliance-Standards darf aber aufgrund der unterschiedlichen Regulierungsmodelle, die hinter diesen Normen stehen, nicht unkritisch erfolgen.

<sup>151</sup> Vgl. ähnliche Funktionszuschreibungen *Sieber* in FS Tiedemann 454f; *Bergmoser/Theusinger/Gushurst*, Corporate Compliance – Grundlagen und Umsetzung, BB 2008, Special zu Heft 25, 1(2); *Eisele*, WM 1993, 1022.

<sup>152</sup> *Lösler*, NZG 2005, 104f.

<sup>153</sup> *Kalss* in *Möllers*, Vielfalt und Einheit 99; *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht Rz 3/334; *Spindler*, Compliance in der multinationalen Bankengruppe, WM 2008, 905 (905); *Lösler*, Spannungen zwischen der Effizienz der internen Compliance und möglichen Reporting-Pflichten des Compliance Officers, WM 2007, 676 (679); *U. Schneider*, ZIP 2003, 647; *Fleischer*, Vorstandsverantwortlichkeit und Fehlverhalten von Unternehmensangehörigen – Von der Einzelüberwachung zur Errichtung einer Compliance-Organisation, AG 2003, 291 (291); *Walker*, Board oversight of a compliance program: The implications of Stone v. Ritter, 1661 PLI/Corp 67, 76 (2008); *Hauschka*, Compliance, Compliance-Manager, Compliance-Programme: Eine geeignete Reaktion auf gestiegene Haftungsrisiken für Unternehmen und Management? NJW 2004, 257 (260).

<sup>154</sup> Insbesondere unter dem Einfluss des Europarechts wurden in Österreich verschiedene Compliance-Pflichten eingeführt. Vgl. Art 6 der RL 2006/73/EG; Art 9 Abs 2 lit d), 13 Abs 2 lit d) und 15 lit d) der RL 2003/55/EG; Art 10 Abs 2 lit d), 15 Abs 2 lit d) und 17 lit d) der RL 2003/54/EG.

Unabhängig von der Frage, ob eine allgemeine Compliance-Pflicht besteht, ist die Erforderlichkeit eines Compliance-Programmes oder einzelner Compliance-Maßnahmen zu erörtern.<sup>155</sup> Grundsätzlich hat die Geschäftsleitung nach eigenem Ermessen angemessene Compliance-Maßnahmen zu ergreifen.<sup>156</sup> Um ihrer Sorgfaltspflicht nachzukommen, hat sie sich zumindest mit dem Thema Compliance eingehend zu befassen. Sollten aufgrund der unternehmensspezifischen Risikolage keine organisatorischen Maßnahmen erforderlich sein, können sorgfaltsgemäß weitergehende Compliance-Anstrengungen unterbleiben.<sup>157</sup> Dies wird mE wohl nur ausnahmsweise der Fall sein. In Zweifelsfragen sollte die Geschäftsleitung daher in Erfüllung ihrer Sorgfaltspflicht rechtzeitig Rat von qualifizierten Beratern einholen.<sup>158</sup>

Die Geschäftsleitung ist bei der Wahrnehmung der Compliance-Pflicht vom Aufsichtsrat zu überwachen.<sup>159</sup> Aber auch der Aufsichtsrat selbst muss seinen eigenen Compliance-Pflichten nachkommen und angemessene Maßnahmen treffen, um sein rechtskonformes Verhalten sicherzustellen.<sup>160</sup>

Nach hM ist es Aufgabe der Konzernmutter ihre Compliance-Vorstellungen in den Konzerntöchtern durchzusetzen, soweit sie rechtlich und tatsächlich dazu in der Lage ist.<sup>161</sup> Auch wenn manche gesetzlich definierten Compliance-Pflichten nur bestimmte Konzerngesellschaften betreffen,<sup>162</sup> sollte das Compliance-Programm konzernweit eingerichtet werden. Reputationsschäden lassen sich erfahrungsgemäß nicht auf das betreffende Konzernunternehmen begrenzen, sondern wirken sich auf den gesamten Konzern einschließlich der Konzernmutter aus.<sup>163</sup>

---

<sup>155</sup> Selbst wenn man eine grundsätzliche Compliance-Pflicht nicht bejaht, sollte der Vorstand aus Eigeninteresse die für das jeweilige Unternehmen angemessenen Compliance-Maßnahmen ergreifen, um jedenfalls seiner Sorgfaltspflicht nachzukommen. Vgl. *Wecker/Galla* in *Wecker/van Laak*, Compliance in der Unternehmerpraxis 52.

<sup>156</sup> *Fleischer*, AG 2003, 291 (300).

<sup>157</sup> *Schmidt*, BB 2009, 1295.

<sup>158</sup> *Bürkle*, BB 2007, 1799.

<sup>159</sup> *U. Schneider*, ZIP 2003, 647.

<sup>160</sup> *Bürkle*, BB 2007, 1800.

<sup>161</sup> *Kalss/Schörghofer*, Corporate Compliance und Gesellschaftsrecht, in *Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance im Finanzdienstleistungsbereich (2010) 9 (26ff); *Reichert/Ott*, Non Compliance in der AG, ZIP 2009, 2173 (2173); *Vetter* in *Wecker/van Laak*, Compliance in der Unternehmerpraxis 31; *Löbbe*, Unternehmenskontrolle im Konzern (2002) 88ff; Ziffer 4.1.3 DCGK idF 18.6.2009. Für das Kartellrecht hat der EuGH in der *Akzo Nobel*-Entscheidung die konzernweite Geltung der Legalitätspflicht bereits bejaht. Demnach haftet eine Muttergesellschaft für die Verstöße von beherrschten Tochtergesellschaften gesamtschuldnerisch, selbst wenn die Muttergesellschaft an diesen Verstößen nicht beteiligt war. EuGH 10.09.2009, C-97/08 P, *Akzo Nobel*, Slg 2009 I-8237.

<sup>162</sup> *Ketzer*, Die Emittenten-Compliance-Verordnung 2007, in *Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance im Finanzdienstleistungsbereich (2010) 364 (369); *U. Schneider*, Die Überlagerung des Konzernrechts durch öffentlich-rechtliche Strukturnormen und Organisationspflichten, ZGR 1996, 225 (234).

<sup>163</sup> *Kremer/Klahold*, ZGR 2010, 122.

Compliance-Standards können desweiteren über den Konzern hinaus mittels Compliance-Klauseln in Verträgen auf Lieferanten und andere Geschäftspartner ausgedehnt werden. Dadurch sollen speziell Reputationsrisiken reduziert werden, die von Lieferanten und Geschäftspartnern ausgehend auf ein Unternehmen durchschlagen können.<sup>164</sup> Compliance-Klauseln gehen meist über die bloße Überbindung von Compliance-Standards hinaus und räumen dem Auftraggeber ein Inspektionsrecht ein, um die Einhaltung der übernommenen Pflichten auch kontrollieren zu können.<sup>165</sup>

### **b) Mitarbeiter**

Compliance erkennt den Mitarbeiter aus mehreren Gründen als den Dreh- und Angelpunkt des Erfolgs der Compliance-Anstrengungen an. Die Effektivität eines Compliance-Programms hängt entscheidend von der Kooperationsbereitschaft der Mitarbeiter ab, welche wiederum maßgeblich von der Unternehmenskultur geprägt werden. Die Mitarbeiter sollen daher auch ihren eigenen Nutzen in den Compliance-Anstrengungen sehen.<sup>166</sup> Schließlich muss ebenfalls bedacht werden, dass Mitarbeiter Wissensträger sind.<sup>167</sup> Als solche können sie an der Konzeptionierung eines Compliance-Programms mitwirken oder sachdienliche Hinweise auf ihnen bekannte Compliance-Verstöße geben.

Die Mitarbeiter können aber unter den Bedingungen des arbeitsteiligen Zusammenwirkens im Betrieb auch einen Risikofaktor darstellen,<sup>168</sup> wobei Rechtsverletzungen durch Dienstnehmer idR unbewusst mangels Kenntnis der Rechtslage, fehlendem Problembewusstsein<sup>169</sup> oder unter dem Druck von Umsatzvorgaben erfolgen.<sup>170</sup> Aus diesem Grund kommt dem präventiven Ansatz von Compliance besondere Bedeutung zu.

### **c) Grenzen der Leistungsfähigkeit**

Compliance-Programme können Unternehmensangehörige vor der Begehung von Rechtsverletzungen aufgrund fehlenden Problembewusstseins oder Wissens schützen, indem organisatorische Maßnahmen ergriffen und eine Unternehmenskultur, die rechtskonformes Verhalten fordert

---

<sup>164</sup> Medienwirksame Beispiele dafür sind Boykottaufrufe gegen Markenartikelunternehmen, deren Waren von Lieferanten in Entwicklungsländern unter Missachtung arbeitsrechtlicher Mindeststandards produziert werden.

<sup>165</sup> Vgl. *Gilch/Pelz*, Compliance-Klauseln – Gut gemeint aber unwirksam? CCZ 2008, 131.

<sup>166</sup> *Wecker/Galla* in *Wecker/van Laak*, Compliance in der Unternehmerpraxis 43.

<sup>167</sup> *Göpfert/Merten/Siegrist*, Mitarbeiter als „Wissensträger“- Ein Beitrag zur aktuellen Compliance-Diskussion, NJW 2008, 1703 (1704).

<sup>168</sup> BGH 13.04.1994, II ZR 16/93, NJW 1994, 1801.

<sup>169</sup> *Bürkle*, Corporate Compliance – Pflicht oder Kür für den Vorstand der AG? BB 2005, 565 (566).

<sup>170</sup> *Hauschka*, Der Compliance-Beauftragte im Kartellrecht, BB 2004, 1178 (1180).

und fördert, geschaffen werden. Hingegen liegt die Verhinderung vorsätzlicher Rechtsverletzungen außerhalb des Schutzbereichs eines Compliance-Programms.<sup>171</sup> Trotzdem kommt auch in diesem Fall Compliance-Programmen eine wichtige Aufgabe zu, da sie die frühzeitige Aufklärung derselben erheblich erleichtern können.<sup>172</sup>

Neben den compliance-inhärenten Grenzen der Leistungsfähigkeit ist auch allgemein auf die rechtlichen Grenzen von Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen, die speziell durch das Datenschutz-<sup>173</sup> und Arbeitsrecht<sup>174</sup> gesetzt werden, zu verweisen. Trotz eines Compliance-Programmes bleibt somit jedenfalls ein gewisses Restrisiko bestehen. Daher sollte in seinem Rahmen auch eine Krisenmanagementstrategie entwickelt werden,<sup>175</sup> die Vorgehensweisen zur Schadensbegrenzung im Falle des Publikwerdens eines Compliance-Verstoßes enthalten.

### **d) Compliance-Kultur und zero tolerance**

Ein effektives Compliance-Programm ist vom klaren Bekenntnis des Vorstands zum rechtskonformen Handeln im Unternehmen abhängig.<sup>176</sup> Daher ist es seine zentrale Aufgabe, aktiv die Entstehung einer Compliance-Kultur zu fördern,<sup>177</sup> sodass sowohl die Geschäftsleitung als auch die Mitarbeiter Compliance als eine Selbstverständlichkeit erachten.<sup>178</sup>

Die Geschäftsleitung definiert im *mission statement* die Unternehmensphilosophie und die ethischen Vorstellungen der Unternehmenskultur.<sup>179</sup> Damit wird den Mitarbeitern gegenüber eine Verhaltenserwartung kommuniziert.<sup>180</sup> Zur Etablierung einer Compliance-Kultur bedarf es jedoch mehr als eines bloßen Lippenbekenntnisses. Entscheidend sind die im Unternehmen vor-

---

<sup>171</sup> Ferrara/Nagy/Thomas, Insider Trading & The Wall § 6.01[1][b].

<sup>172</sup> Ferrara/Nagy/Thomas, Insider Trading & The Wall § 6.01 [1] [b]; Lampert in Hauschka, Corporate Compliance § 9 Rn 3.

<sup>173</sup> Beispielsweise wurde in Deutschland kritisiert, dass die Datenspeicherung im Rahmen der Erstellung von Insiderverzeichnissen das Recht auf informationelle Selbstbestimmung iSd Art. 1 Abs. 1 und Art. 2 Abs. 1 GG verletzen würde. Vgl. Steidle/Waldeck, Die Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen unter dem Blickwinkel der informationellen Selbstbestimmung, WM 2005, 868.

<sup>174</sup> Zur arbeitsrechtlichen Zulässigkeit Mengel/Ullrich, Arbeitsrechtliche Aspekte unternehmensinterner Investigations, NZA 2006, 240; Sasse, Hilfspolizist Arbeitnehmer - oder sinnvolle Neuregelung? NZA 2008, 990.

<sup>175</sup> Kremer/Klahold, ZGR 2010, 118; Vetter in Wecker/van Laak, Compliance in der Unternehmerpraxis 32; Lampert in Hauschka, Corporate Compliance § 9 Rn 35. Rodewald/Unger, BB 2007, 1633; Eisele, WM 1993, 1023.

<sup>176</sup> Kremer/Klahold, ZGR 2010, 123; Vetter in Wecker/van Laak, Compliance in der Unternehmerpraxis 38; Steinberg/Fletcher, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1792 (1994).

<sup>177</sup> Vetter in Wecker/van Laak, Compliance in der Unternehmerpraxis 29; Stephan/Seidel in Hauschka, Corporate Compliance § 25 Rn 176; Schwartz/Dunfee/Kline, Tone at the Top: An Ethics Code for Directors? 58 Journal of Business Ethics 79, 87 (2005).

<sup>178</sup> Vetter in Wecker/van Laak, Compliance in der Unternehmerpraxis 36; Lampert in Hauschka, Corporate Compliance § 9 Rn 6.

<sup>179</sup> Eisele, WM 1993, 1023; Lampert in Hauschka, Corporate Compliance § 9 Rn 20f.

<sup>180</sup> Schmidt, BB 2009, 1295.

handenen Wertestrukturen und die praktizierten Führungsstile.<sup>181</sup> Würde Compliance primär auf Kontrollen setzen, müsste sie in der Praxis daran scheitern, dass eine hohe Kontrolldichte notwendigerweise die internen Abläufe erschwert und zu einer kostenintensiven Bürokratisierung führt. Deshalb ist die Unternehmenskultur Dreh- und Angelpunkt einer erfolgreichen Compliance, weil sie den Unternehmensangehörigen Werthaltungen, Verhaltensweisen und Motivationen vermittelt.<sup>182</sup> Die Bedeutung ihres präventiven Charakters wird durch die Kriminologie bestätigt. Primär sind unternehmensspezifische Faktoren für das Verhalten von Mitarbeitern verantwortlich, insbesondere die Unternehmens- und Organisationskultur und der Stellenwert ethischer Werte im Unternehmen.<sup>183</sup> Daher ist festzuhalten, dass die Unternehmenskultur sowohl die Bereitschaft der Unternehmensangehörigen zum regelkonformen Handeln fördert, als auch deren Bereitschaft einen Täter mit seinem widerrechtlichen oder unethischen Verhalten zu konfrontieren bzw. eine Meldung an Vorgesetzte zu erstatten. Somit muss der Täter nicht nur etwaige rechtliche Konsequenzen sondern auch eine soziale Missbilligung seines Verhaltens im persönlichen Umfeld befürchten.<sup>184</sup> Wie schon die kriminologische Forschung belegt hat, schreckt nicht so sehr die strenge Strafe, sondern das subjektive Entdeckungsrisiko einen Täter ab.<sup>185</sup>

Sanktionen im Fall von Verstößen sind ein notwendiger Bestandteil eines Compliance-Programmes. In der Literatur ist jedoch es strittig, inwieweit eine rigorose Ahndung von Rechtsverstößen sinnvoll ist. *Schneider* fordert bei Compliance-Verstößen eine *zero tolerance* Politik, um die Glaubwürdigkeit eines Compliance-Programmes sicherzustellen.<sup>186</sup> *Hauschka* wendet dagegen ein, dass eine *derartige* Politik gegenüber Dienstnehmern zu unbilligen Härten führen oder bei mangelnder Umsetzung die Glaubwürdigkeit des Vorstandes in Frage stellen kann.<sup>187</sup> *Lampert* hält eine *zero tolerance* Politik für vertretbar, wenn Mitarbeiter trotz Schulungen und Beratungsangeboten Handlungen getätigt haben, obwohl für sie die Rechtswidrigkeit ihres Verhaltens erkennbar war oder hätte sein müssen.<sup>188</sup> *Reichert/Ott* schlagen eine vermittelnde Lösung vor und interpretieren *zero tolerance* dahingehend, dass zwar Rechtsverstöße ausnahmslos zu

---

<sup>181</sup> *Moringer/Haumer*, Compliance vs Unternehmensstrafrecht bei Wettbewerbsverstößen, in *Thanner/Soyer/Hözl*, Kronzeugenprogramme (2009) 103 (109); *Stephan/Seidel* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 25 Rn 198; *Klage*, Unternehmenskultur läßt sich nicht verordnen, BB 1994, 2203 (2203).

<sup>182</sup> Vgl. *PwC*, Compliance und Unternehmenskultur (2010) 41ff.

<sup>183</sup> *Bussmann*, Compliance in der Zeit nach Siemens – Corporate Integrity, das unterschätzte Konzept, BFuP 2009, 506 (515); *Sieber* in FS Tiedemann 474.

<sup>184</sup> *Kaiser*, Kriminologie<sup>3</sup> (1996) § 27 Rz 14f; *Bussmann*, BFuP 2009, 517f.

<sup>185</sup> *Kaiser*, Kriminologie<sup>3</sup> § 31 Rz 35ff; *Bussmann*, 518 mwN.

<sup>186</sup> *Schneider*, ZIP 2003, 649.

<sup>187</sup> *Hauschka*, Compliance am Beispiel der Korruptionsbekämpfung, ZIP 2004, 877 (882).

<sup>188</sup> *Lampert* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 9 Rn 32.

ahnden sind, die Sanktionen aber jedenfalls verhältnismäßig sein sollten.<sup>189</sup> *Hassink/Vries/Bollen* sprechen sich gegen eine *zero tolerance* Politik aus, wenn der Unternehmensangehörige sein Fehlverhalten freiwillig gemeldet hat.<sup>190</sup>

ME sollte nicht die Frage der *zero tolerance* Politik zum Gradmesser gemacht werden, sondern die richtige Anreizstruktur. Eine Voraussetzung für das Funktionieren eines Compliance-Programms ist, dass Unternehmensangehörige begangene Fehler oder mangelnde Erfahrung und fehlendes Wissen nicht verschweigen oder vertuschen. Somit ist ein angemessener Umgang mit Fehlleistungen - eine Fehlerkultur - von Nöten,<sup>191</sup> damit ein Unternehmen und seine Dienstnehmer aus Fehlern der Vergangenheit lernen und in Zukunft Verstöße verhindert werden können. Das Anreizsystem einer *zero tolerance* Politik führt zum genauen Gegenteil. Aus Sorge vor disziplinarischen Konsequenzen werden Fehler solange vertuscht, bis daraus gewichtige Probleme mit oftmals weitreichenden rechtlichen Folgen sowohl für das Unternehmen als auch für den Unternehmensangehörigen werden. Daher ist mE bei der Sanktionierung darauf Bedacht zu nehmen, ob der Unternehmensangehörige sein Fehlverhalten freiwillig gemeldet und er umfassend bei der vollständigen Ermittlung des Sachverhalts kooperiert hat.

### e) *Best practice*

Die Gesetzgeber haben sich bis dato weitgehend zurückgehalten, konkrete Anforderungen an Compliance-Programme zu definieren. Soweit diese gesetzlich vorgeschrieben werden, ist die Tendenz zu einer prozeduralen Regulierungsstrategie erkennbar, die im Vergleich zu den herkömmlichen final konzipierten Organisations- und Verhaltenspflichten im Gesellschaftsrecht bei den innerbetrieblichen Entscheidungsfindungsprozessen ansetzt.<sup>192</sup>

Aufgrund der Zurückhaltung des Gesetzgebers, konkrete Anforderungen an ein Compliance-Programm zu definieren, nimmt die europäische Literatur zur Standortbestimmung auch auf außereuropäische Compliance-Standards Bezug.<sup>193</sup> Durch diese Einflüsse beginnt sich schließlich

---

<sup>189</sup> *Reichert/Ott*, ZIP 2009, 2178f.

<sup>190</sup> *Hassink/Vries/Bollen*, A content analysis of whistleblowing – Policies of leading European companies, 75 *Journal of Business Ethics* 25, 30 (2007).

<sup>191</sup> *Sethe*, Erweiterung der bank- und kapitalmarktrechtlichen Organisationspflichten um Reporting-Systeme, ZBB 2007, 421 (433). Es darf nicht übersehen werden, dass die meisten Übertretungen wegen Fahrlässigkeit, mangelndem Bewusstsein oder Umsatzdruck und nicht willentlich begangen werden. *Hauschka*, BB 2004, 1180. Beispielsweise könnte die Teilnahme eines Rechtsanwalts des Mitarbeiters am Gespräch mit dem Compliance-Verantwortlichen oder die Übernahme der Rechtsanwaltskosten des Mitarbeiters dessen Kooperationsbereitschaft heben. *Göpfert/Merten/Siegrist*, NJW 2008, 1704ff.

<sup>192</sup> Ausführlich dazu: *Binder*, „Prozeduralisierung“ und Corporate Governance, ZGR 2007, 745.

<sup>193</sup> Vgl. *Hauschka* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 1 Rn 46f.

eine *best practice*<sup>194</sup> für Compliance-Programme herauszubilden.<sup>195</sup> Eine Folge davon ist, dass sich die Standards, mit denen Compliance-Programme beurteilt werden, entsprechend verschärft haben.<sup>196</sup>

Bei allen Standardisierungstendenzen sind jedoch weiterhin zwei Aspekte zu bedenken. Erstens ist eine unkritische Verallgemeinerung spezialgesetzlicher Compliance-Pflichten abzulehnen.<sup>197</sup> Und zweitens ist ungeachtet der Herausbildung allgemeiner Standards ein Compliance-Programm in erster Linie an Größe, Struktur, Geschichte, Risiken und Kultur des jeweiligen Unternehmens und dessen rechtlichen Umfelds anzupassen.<sup>198</sup> Dies trifft insbesondere kleinere und mittlere Unternehmen (KMU) zu, die von der *best practice* Diskussion weitgehend ausgeschlossen sind, weil diese idR von Spezialisten in Rechtsabteilungen großer Unternehmen und deren externen Beratern geführt wird.<sup>199</sup> Deshalb sind für KMUs gewisse Standards aus Kosten- oder Ressourcengründen mitunter kaum umsetzbar.<sup>200</sup> Trotz aller Kritik liegt es im Interesse der Unternehmen angemessene Compliance-Standards zu erarbeiten und zu implementieren, weil andernfalls das Risiko besteht, dass der Gesetzgeber regulierend eingreifen wird.<sup>201</sup>

### 2.2.2. Gründe für ein Compliance-Programm

#### a) *Gesetzesflut*

In den letzten Jahren wurden börsennotierte Gesellschaften mit einer Flut an neuen Gesetzen konfrontiert.<sup>202</sup> Hierbei hat der Gesetzgeber verstärkt dazu tendiert, öffentliche Überwachungspflich-

<sup>194</sup> *Best practice* sind in der Praxis bewährte Verfahren, Systeme und Geschäftsprozesse, die in einer bestimmten Branche als vorbildlich angesehen werden. *Hauschka*, Von Compliance zu Best Practice, ZRP 2006, 258 (258).

<sup>195</sup> Das Office of the Inspector General of the United States Department of Health and Human Services (OIG) schließt seit Mitte der 1990er Jahre mit Gesundheitsdienstleistern und Pharmaunternehmen sogenannte Corporate Integrity Agreements ab. Das OIG verzichtet dabei auf weitere Ermittlungen wegen Sozialhilfebetrug und den Ausschluss der betroffenen Unternehmen von Ausschreibungen bundesstaatlicher Gesundheitsprogramme. Im Gegenzug verpflichten sich die Unternehmen zur Einführung umfassender Compliance-Programme, die die Einhaltung der Vorschriften der bundesstaatlichen Gesundheitsprogramme sicherstellen sollen. Aufgrund der großen Verbreitung dieser öffentlich zugänglichen Verträge wurde *de facto* ein US-amerikanischer Industriestandard für Compliance-Programme von Gesundheitsdienstleistern und Pharmaunternehmen geschaffen. Vgl. *OIG*, Corporate Integrity Agreement Documents, [http://oig.hhs.gov/fraud/cia/cia\\_list.asp](http://oig.hhs.gov/fraud/cia/cia_list.asp) (15.08.2011).

<sup>196</sup> *Walker*, Board oversight of a compliance program: The implications of *Stone v. Ritter*, 1661 PLI/Corp 67, 77 (2008); *Steinberg/Fletcher*, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1792 (1994).

<sup>197</sup> *Spindler*, WM 2008, 915; *Spindler* in *Goette/Habersack*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz<sup>3</sup> (2008) § 91 Rz 30.

<sup>198</sup> *Corporate Compliance Committee*, ABA Section of Business Law, Corporate Compliance Survey, 60 Business Lawyer 1759, 1759 (2005).

<sup>199</sup> *Hauschka*, ZRP 2006, 259.

<sup>200</sup> *Hauschka*, ZRP 2006, 261; *Hauschka*, BB 2004, 1179.

<sup>201</sup> *Hauschka*, NJW 2004, 261.

<sup>202</sup> *U. Schneider*, ZIP 2003, 646; *Hauschka*, BB 2004, 1179.

ten direkt in die Unternehmen zu verlagern,<sup>203</sup> was einen bedeutenden Mehraufwand für diese darstellt. Dabei werden gesetzlich nur allgemeine Vorgaben definiert und dadurch mehr oder minder ausgeprägte Anreizstrukturen für eine Selbstregulierung durch die betroffenen Unternehmen geschaffen. Diese Eigenverantwortlichkeit der Unternehmen wird vielfach als Rechtsunsicherheit wahrgenommen und verstärkt die Abschreckungswirkung von Haftungs- und Schadenersatznormen, wodurch ein starker Anreiz für die Ergreifung von Compliance-Maßnahmen erzielt wird.<sup>204</sup>

Weiters haben auch viele Behörden ihre Ermittlungstätigkeit verstärkt.<sup>205</sup> Behördliche Ermittlungen und Gerichtsverfahren bedeuten für Unternehmen oftmals eine erhebliche Belastung.<sup>206</sup> Insbesondere ist der Zeitaufwand, den das Unternehmen zu tragen hat, nicht zu unterschätzen.<sup>207</sup> Dies kann besonders dann relevant werden, wenn im Kielwasser der Ermittlungstätigkeit einer Behörde auch weitere Behörden ihrerseits Ermittlungen aufnehmen.<sup>208</sup>

### **b) Sanktionen**

Im Zuge der Aufarbeitung der Unternehmensskandale der 1990er und 2000er wurden auch die Strafdrohungen für Wirtschaftsstraftaten deutlich verschärft bzw. neue Verbotstatbestände eingeführt.<sup>209</sup> Zusätzlich erlangte im Bereich des Wettbewerbs- und Kapitalmarktrechts das Schadenersatzrecht stärkere Bedeutung im Hinblick auf die Steuerung des Verhaltens von Marktteilnehmern.<sup>210</sup>

Compliance wurde auch aus einem weiteren Grund wichtiger. Neben der Sanktion für eine Gesetzesverletzung kann auch ein Ausschluss von Vergabeverfahren der öffentlichen Hand drohen.<sup>211</sup> So sieht § 68 Abs 1 BVerG eine Vergabesperre für Unternehmen vor, deren Organmitglieder wegen bestimmter Wirtschaftsstraftaten rechtskräftig verurteilt wurden. Dieser Aus-

---

<sup>203</sup> *Spindler*, WM 2008, 918; *Sieber* in FS Tiedemann 460; *Bürkle*, Unternehmensinterne Selbstkontrolle durch Compliance-Beauftragte, in *Hauschka*, Corporate Compliance (2007) § 8 Rn 1.

<sup>204</sup> *Zimmer/Höft*, „Private Enforcement“ im öffentlichen Interesse? ZGR 2009, 662 (689); *Sieber* in FS Tiedemann 475.

<sup>205</sup> *Kremer/Klahold*, ZGR 2010, 114f.

<sup>206</sup> *McCormick*, Legal Risk in the Financial Markets (2006) 12.

<sup>207</sup> *Lampert*, Gestiegenes Unternehmensrisiko Kartellrecht - Risikoreduzierung durch Competition-Compliance-Programme, BB 2002, 2237 (2238).

<sup>208</sup> *Gormann*, An outline: DOJ and SEC standards on cooperation, 1581 PLI/Corp 887, 905 (2007).

<sup>209</sup> *Kremer/Klahold*, ZGR 2010, 114f; *Moringe/Haumer* in *Thanner/Soyer/Hölzl*, Kronzeugenprogramme 104; *Hauschka*, BB 2004, 1179.

<sup>210</sup> *Zimmer/Höft*, ZGR 2009, 688.

<sup>211</sup> *Hauschka*, BB 2004, 1179.

schlussgrund ist aufgrund teleologischer Auslegung auch auf Verbände zu erstrecken, die nach dem VbVG verurteilt worden sind.<sup>212</sup>

### c) *Strafmilderung*

Compliance-Programme können auch als ein Milderungsgrund bei der Strafbemessung herangezogen werden, wenn das Unternehmen nachweisen kann, dass es angemessene Maßnahmen zur Verhinderung von Verstößen ergriffen hat. Voraussetzung dafür ist, dass ein Compliance-Programm trotz eines Verstoßes grundsätzlich als effektiv qualifiziert werden kann.<sup>213</sup> Während dieser Milderungsgrund in den USA weitgehend anerkannt ist, verhalten sich die kontinentaleuropäischen Gesetzgeber bislang noch zurückhaltend.<sup>214</sup>

Selbst wenn das Compliance-Programm an sich nicht als Milderungsgrund anerkannt werden sollte, können die im Rahmen des Compliance-Programms gesammelten Informationen dem Unternehmen eine aktive Kooperation mit den Ermittlungsbehörden ermöglichen, was typischerweise als Milderungsgrund gewertet wird.<sup>215</sup>

### d) *Haftung der Geschäftsleitung*

Die Öffentlichkeit sieht rechtswidriges und unethisches Verhalten von Unternehmen und Managern zunehmend kritisch. Die schwachen Kursentwicklungen an den Börsen und etliche Unternehmensskandale in den letzten Jahren steigerten zusätzlich das Misstrauen der Anleger, was von den Gesetzgebern als Auftrag verstanden wurde.<sup>216</sup> Die Regulierungsdichte für börsennotierte Gesellschaften hat sich in den letzten Jahren deutlich erhöht, was notwendigerweise mit einem verschärften Haftungsrisiko einhergeht. Aber nicht nur die Gesetzesflut sondern auch das gestie-

<sup>212</sup> Vgl. *Hahl*, Strafrechtliche Verurteilung und vergaberechtliche Zuverlässigkeit, *ecolx* 2006, 6.

<sup>213</sup> Ein Compliance-Programm ist beispielsweise dann mangelhaft, wenn interne Kontrollmechanismen fehlen, leitende Angestellte in Verstöße verwickelt sind, oder die Compliance-Abteilung mit zu geringen Ressourcen ausgestattet ist. *SEC, Complaint U.S. Securities Exchange Commission v. Siemens* (2008), <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2008/comp20829.pdf> (15.08.2011).

<sup>214</sup> In Österreich werden gemäß § 5 Abs 3 Z 1 VbVG Vorkehrungen zur Verhinderung von Straftaten als Milderungsgrund gewertet. Im Gegensatz dazu erkennen die Kommission und das Europäische Gericht bei schwerwiegenden Kartellrechtsverstößen die Existenz eines Compliance-Programmes nicht als Milderungsgrund an. *EuG* 09.07.2003, T-224/00, *Archer Daniels*, Slg 2003 II-2597; *EuG* 14.05.1998, T-354/94, *Stora*, Slg 1998 II-2111; *EuG* 17.12.1991, T-7/89, *Hercules Chemicals*, Slg 1991 II-1711; *Pampel*, Die Bedeutung von Compliance-Programmen im Kartellordnungswidrigkeitenrecht, *BB* 2007, 1636 (1639f). Nichtsdestotrotz wird dieses mE als strafmildernd zu werten sein, weil das Unternehmen einen berücksichtigungswürdigen Beitrag zur Verhinderung einer Rechtsverletzung geleistet hat.

<sup>215</sup> Vgl. § 5 Abs 3 Z 3 VbVG.

<sup>216</sup> *Müller-Reichart*, Europäischer Finanzdienstleistungsmarkt im Angesicht der Re-Regulierung, *VR* 2004, 163 (164f).

gene Shareholder-Bewusstsein der Aktionäre hat deren Bereitschaft gehoben, die Organe und Organmitglieder einer Gesellschaft zu klagen.<sup>217</sup>

Auch das Risiko einer strafrechtlichen Haftung hat sich für die Organmitglieder in jüngerer Zeit deutlich verschärft, was vor allem auf eine aktivere Verfolgung von Wirtschaftsstraftaten durch die Behörden als auf die Ausweitung des Wirtschaftsstrafrechts zurückzuführen ist.<sup>218</sup>

### e) *Öffentlichkeit*

Gesetzesverletzungen durch Mitglieder der Geschäftsleitung oder Unternehmensangehörige können für ein Unternehmen einen großen Schaden bedeuten, wenn diese an die Öffentlichkeit dringen. Selbst unethische Unternehmensführungspraktiken, die gesetzlich nicht verboten sind, können mitunter nicht unerhebliche zivilgesellschaftliche Sanktionen auslösen.<sup>219</sup> Diese Schäden übersteigen regelmäßig die mit der Implementierung eines Compliance-Programmes verbundenen Kosten.<sup>220</sup>

Wenn angebliche oder tatsächliche Unternehmensskandale publik werden, stellt sich der Reputationsschaden bereits mit der Veröffentlichung der Vorwürfe ein. Dies trifft in besonderem Maße auf Rechtsverletzungen wie Insiderhandel zu, die typischerweise starkes mediales Interesse auslösen.<sup>221</sup> Selbst wenn sich diese Vorwürfe in der Folge als substanzlos herausstellen, bleibt der Makel der medialen Vorverurteilung bestehen.<sup>222</sup> Schlussendlich ist auch zu bedenken, dass fä-

---

<sup>217</sup> *Hauschka*, NJW 2004, 258. In Deutschland wurde 2005 die Klagemöglichkeit für Aktionäre erleichtert, was ebenfalls zu einer Haftungsverschärfung geführt hat. *Spindler* in MünchKomm AktG<sup>3</sup> Vor § 76 Rn 32; *Spindler*, Haftung und Aktionärsklage nach dem neuen UMAG, NZG 2005, 865 (865).

<sup>218</sup> Vgl. *Brandstetter*, Strafrechtliche Verantwortlichkeit des Aufsichtsrats, in *Kalss/Kunz*, Handbuch für den Aufsichtsrat (2010) § 35 Rz 2.

<sup>219</sup> *U. Schneider*, Ethik im Bank- und Kapitalmarkt, ZIP 2010, 601 (607f).

<sup>220</sup> *Ferrara/Nagy/Thomas*, Insider Trading & The Wall § 6.01 [1] [a]. Alleine die Kosten für externe Berater, die vom Unternehmen zur Aufklärung von erhobenen Vorwürfen herangezogen werden, können mitunter erheblich sein. *Bürkle*, BB 2005, 566.

<sup>221</sup> *Ferrara/Nagy/Thomas*, Insider Trading & The Wall § 6.01 [1] [a]; *Hausmaninger*, Insider Trading 22f. *Hopt*, ZGR 1991, 27.

<sup>222</sup> *Gormann*, An outline: DOJ and SEC standards on cooperation, 1581 PLI/Corp 887, 904-905 (2007); *Schneider* fasst die Gefahr der medialen Vorverurteilung pointiert zusammen: „Der moderne Galgen steht in den Redaktionsräumen der Medien. Der Strick ist durch Tinte und Fernsehkamera ersetzt“. *U. Schneider*, ZIP 2010, 608. Beispielsweise sei auf die ehemals international führende Wirtschaftsprüfungsgesellschaft Arthur Anderson verwiesen, deren Verurteilung wegen Behinderung der Justiz im Zusammenhang mit dem Enron Skandal vom Supreme Court aufgehoben wurde. Jedoch war Arthur Anderson zum Zeitpunkt der Entscheidung aufgrund des bereits eingetretenen Reputationsschadens nicht mehr operativ tätig. Vgl. *Arthur Andersen LLP v. United States*, 544 U.S. 696 (2005).

hige Mitarbeiter nicht bei einem Unternehmen bleiben möchten, das durch Skandale in Verruf gerät.<sup>223</sup>

### 2.2.3. Compliance als Risikomanagement

Sämtliche zukunftsgerichtete Entscheidungen eines Unternehmens tragen logischerweise inhärente Risiken in sich. Risikomanagement ist die Gesamtheit aller Maßnahmen zur Risikoerkennung und zum Umgang mit den Risiken unternehmerischer Tätigkeit. Es vollzieht sich in fünf Schritten: Risikosuche, -analyse, -bewertung, -bewältigung und -überwachung.<sup>224</sup>

#### a) Rechtsrisiken

Es gibt keine allgemein anerkannte Definition des Begriffs Rechtsrisikos.<sup>225</sup> Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht sieht Rechtsrisiken als Teilbereich operationeller Risiken:<sup>226</sup>

*„Legal risk includes, but is not limited to, exposure to fines, penalties, or punitive damages resulting from supervisory actions, as well as private settlements.“*<sup>227</sup>

Die Working Party on Legal Risk der International Bar Association schlägt eine breitere Definition vor, die bereits Ursachen von Rechtsrisiken miteinschließt:

*„Legal risk is the risk of loss to an institution which is primarily caused by: (a) a defective transaction; or (b) a claim (including a defence to a claim or a counterclaim) being made or some other event occurring which results in a liability for the institution or other loss (for example, as a result of the termination of a contract) or; (c) failing to take appropriate measures to protect assets (for example, intellectual property) owned by the institution; or (d) change in law“.*<sup>228</sup>

<sup>223</sup> PwC, Compliance und Unternehmenskultur 17; T. L. Banks/F. Z. Banks, Corporate Legal Compliance Handbook 1-3.

<sup>224</sup> Paetzmann, Corporate Governance (2008) 56, 61f u 89ff. Während weite Definitionen auch positive Entwicklungen bzw. Abweichungen mit einbeziehen, werden Risiken, die lediglich als Schadens- und Verlustgefahr begriffen werden, als Risiken im engeren Sinn bezeichnet. Wolf/Runzheimer, Risikomanagement und KonTraG<sup>5</sup> (2009) 41ff; Paetzmann, Corporate Governance 54f. Für das unternehmerische Risikomanagement sind vor allem Risiken im engeren Sinn von Interesse. In diesem Sinn sind Risiken als zukünftige Ereignisse im Zusammenhang mit der unternehmerischen Tätigkeit, deren Eintritt noch ungewiss ist und die die Erreichung der unternehmerischen Ziele gefährden können, zu verstehen.

<sup>225</sup> Vgl. die zusammenfassende Darstellung des sich wandelnden Begriffsverständnisses für Rechtsrisiken im Bankensektor. McCormick, Legal Risk in the Financial Markets 97ff.

<sup>226</sup> Dies wurde lediglich in einer Fußnote klargestellt. Basel Committee on Banking Supervision, Consultative Document Operational Risk (2001) 2 Fn 1. Der Basler Ausschuss für Bankenaufsicht definiert operationelle Risiken als *„The risk of direct or indirect loss resulting from inadequate or failed internal processes, people and systems or from external events“*. Basel Committee on Banking Supervision, Consultative Document Operational Risk (2001) Rz 6. In Art 4 Abs 2 Z 22 Richtlinie 2006/48/EG wird operationelles Risiko als *„das Risiko von Verlusten, die durch die Unangemessenheit oder das Versagen von internen Verfahren, Menschen und Systemen oder durch externe Ereignisse verursacht werden, einschließlich Rechtsrisiken“*, definiert.

<sup>227</sup> Basel Committee on Banking Supervision, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (2004) 137 Fn 90.

<sup>228</sup> International Bar Association, Working Party on Legal Risk, Suggested Definition of Legal Risk (2004).

*Fabian* genügt es, wenn zumindest eine der Quellen eines Risikos eine rechtliche Vorschrift ist: „*Rechtsrisiken sind nachteilige zukünftige Ereignisse, deren Quelle auch eine Norm ist und deren Eintritt und Ausmaß aus faktischen oder rechtlichen Gründen unsicher ist.*“<sup>229</sup>

Zusammenfassend kann daher festgehalten werden, dass Rechtsrisiken jene Risiken sind, die aufgrund der Nichtbeachtung von Rechtsvorschriften durch ein Unternehmen bzw. aufgrund des Nichtaufgreifens gesetzlicher Anreize auftreten.

Quellen für Rechtsrisiken sind typischerweise mangelndes Problembewusstsein der Geschäftsleitung und Unternehmensangehörigen, mangelhafte Risikoeinschätzung, unzureichende Tatsachenfeststellung, fehlerhafte Umsetzung von betrieblichen Maßnahmen, Rechtsunkenntnis sowie unklare oder widersprüchliche Rechtslage.<sup>230</sup>

Compliance beschäftigt sich als Teil des betrieblichen Risikomanagements<sup>231</sup> mit Rechtsrisiken.<sup>232</sup> Da diese als Querschnittsmaterien auch andere Risikoarten durchdringen,<sup>233</sup> muss ihnen sowohl bei der strategischen Planung als auch bei der operativen Umsetzung begegnet werden. Das Management von Rechtsrisiken soll sicherstellen, dass Risikosituationen vermindert auftreten, die potentielle Schadenshöhe und die Zahl tatsächlicher Schadenseintritte verringert, sowie Risiken auf Dritte (zB Versicherung) abgewälzt werden. Darauf ist bereits bei der Strukturierung von Transaktionen zu achten.<sup>234</sup> Rechtsrisiken können sich auch zu systemischen Risiken entwickeln, die nicht nur für das Unternehmen selbst, sondern für eine ganze Branche oder einen Markt bedeutende negative Konsequenzen haben können.<sup>235</sup>

---

<sup>229</sup> *Fabian*, Legal Risk, in *Barbist/Ahammer*, Compliance in der Unternehmenspraxis (2009) 9 (12).

<sup>230</sup> *McCormick*, Legal Risk in the Financial Markets 124ff; *Hauschka*, NJW 2004, 260.

<sup>231</sup> Vgl. C-Regel 37 ÖCGK.

<sup>232</sup> *Vetter* in *Wecker/van Laak*, Compliance in der Unternehmerpraxis 31; *Campos Nave/Bonenberger*, BB 2008, 735; *Hauschka* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 1 Rn 5; *Eisele* in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch<sup>2</sup> III § 109 Rn 1. Die FMA sieht Compliance als eine Managementfunktion zur Steuerung von Geschäfts- und Reputationsrisiken. *FMA*, Jahresbericht 2009, 99.

<sup>233</sup> *FMA/OeNB*, Leitfaden - Management des operationellen Risikos (2005) 106.

<sup>234</sup> *McCormick*, Legal Risk in the Financial Markets 233.

<sup>235</sup> „Systemic risk is the risk that the inability of one institution to meet its obligations when due will cause other institutions to fail to meet their obligations when due.“ *IOSCO/BIS*, Recommendations for securities settlement systems (2001) 41; *McCormick*, Legal Risk in the Financial Markets 10; *UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary*, Preliminary Draft Convention on Harmonised Substantive Rules regarding Securities held with an Intermediary - Explanatory Notes (2004) 11.

**b) Risikosuche**

Voraussetzung für ein erfolgreiches Risikomanagement ist eine effektive Risikosuche. Im Zuge dieser sind daher sämtliche bereits bekannte, bisher noch nicht bekannte, und neu entstandene Rechtsrisiken eines Unternehmens systematisch und lückenlos auf Basis aktueller Informationen zu erfassen.<sup>236</sup> Soll der Anwendungsbereich eines Compliance-Programms nur bestimmte Rechtsbereiche erfassen, ist die Risikosuche auf jene Rechtsrisiken zu beschränken, die damit zusammenhängen.

Die Risikosuche ist routinemäßig zu wiederholen, weil sich das Risikoprofil des Unternehmens aufgrund unternehmensinterner und -externer Faktoren, insbesondere der Änderung von Gesetzen, Judikatur und Verwaltungspraxis oder der politischen Lage, verschieben kann.<sup>237</sup>

**c) Risikoanalyse und -bewertung**

Zunächst sind die im Rahmen der Risikosuche identifizierten Rechtsrisiken zu analysieren. Ziel ist es die Ursachen dieser Risiken quantitativ zu erfassen und mögliche Interdependenzen festzustellen.<sup>238</sup> Daran schließt die Phase der Risikobewertung an, die das Ausmaß jeden Risikos anhand der Eintrittswahrscheinlichkeit, des Schadensausmaßes und der Eintrittshäufigkeit einschätzt.<sup>239</sup> Grundlage hierfür sind unternehmensspezifische Faktoren, zu denen die Unternehmensgröße und der Geschäftsgegenstand<sup>240</sup> oder die Tätigkeit in einer besonders korruptionsanfälligen Branche zählen.<sup>241</sup> Aufgrund ihrer Fachkenntnisse sollten die betroffenen Fachabteilungen und gegebenenfalls externe Berater in die Risikobewertung einbezogen werden.<sup>242</sup>

**d) Risikobewältigung**

Nach dem die Rechtsrisiken bewertet wurden, ist festzulegen, wie in weiterer Folge mit ihnen umgegangen wird. Grundsätzlich bieten sich vier Optionen. Risiken können vermindert werden, indem Maßnahmen ergriffen werden, die ihre Eintrittswahrscheinlichkeit, ihr Schadensausmaß oder ihre Eintrittshäufigkeit verringern. Alternativ dazu könnte das Risiko auf eine andere Person überwältigt werden, was in der Praxis vor allem durch Versicherungen erfolgt. Schließlich

---

<sup>236</sup> Wolf/Runzheimer, Risikomanagement und KonTraG<sup>5</sup> 41.

<sup>237</sup> McCormick, Legal Risk in the Financial Markets 247; Steinberg/Fletcher, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1791 (1994).

<sup>238</sup> Wolf/Runzheimer, Risikomanagement und KonTraG<sup>5</sup> 57.

<sup>239</sup> Wolf/Runzheimer, Risikomanagement und KonTraG<sup>5</sup> 58ff.

<sup>240</sup> Steinberg/Fletcher, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1790-1791 (1994).

<sup>241</sup> Der Corruption Perception Index von Transparency International bietet sich für eine erste Analyse des regionalen Korruptionsrisikos an. Kremer/Klahold, ZGR 2010, 121.

<sup>242</sup> McCormick, Legal Risk in the Financial Markets 243; Hauschka, Rechtsabteilung, in Hauschka, Corporate Compliance (2007) § 14 Rn 9.

kann ein Unternehmen ein Risiko bewusst in Kauf nehmen. Diese Option bietet sich idR nur für unbedeutende Risiken an. Als Gegenstück zur Akzeptanz kann ein Unternehmen hingegen entscheiden, aufgrund der bei Eintritt eines Risikos auftretenden potentiellen materiellen und immateriellen Nachteile eine bestimmte risikobehaftete Tätigkeit überhaupt einzustellen.<sup>243</sup>

### e) **Risikoüberwachung**

Die Risikofrüherkennung stellt die Hauptaufgabe der Risikoüberwachung dar. Sie soll rechtzeitig aufzeigen, ob geeignete Bewältigungsmaßnahmen für ein tatsächlich auftretendes Risiko vorhanden sind. Je nach Erheblichkeit der auftretenden Risiken ist die zuständige Berichtsebene bis hin zum Vorstand zu informieren.

Da das rechtliche und wirtschaftliche Umfeld sowie das Unternehmen selbst permanenten Veränderungen unterworfen sind, stellt die Risikoüberwachung nicht den letzten Schritt des Risikomanagements dar, sondern soll im Zuge ihrer Tätigkeit auch Hinweise darauf liefern, ob ein anlassbezogener Handlungsbedarf für das Risikomanagement besteht.<sup>244</sup>

#### **2.2.4. Organisatorische Verankerung**

Die Entscheidung über die organisatorische Verankerung der Compliance im Unternehmen wird vom Gesetzgeber typischerweise der Geschäftsleitung der Gesellschaft überlassen.<sup>245</sup> In der Literatur wird vorgeschlagen, die Compliance-Agenden der Rechtsabteilung, der internen Revision oder dem Risikomanagement zuzuordnen bzw. eine entsprechende Stabstelle einzurichten.<sup>246</sup> Während sich in deutschen Unternehmen noch kein dominantes Modell der strukturellen Verankerung der Compliance-Agenden herausgebildet hat,<sup>247</sup> wird im angelsächsischen Raum idR eine Stabstelle eingerichtet.<sup>248</sup> Grundsätzlich unvereinbar ist die organisatorische Verankerung der Compliance-Agenden in einer Geschäftsabteilung. Wer umsatzverantwortlich ist, kann eine Überwachungsfunktion nicht glaubhaft bekleiden, weil die Verletzung von Rechtsvorschriften oftmals unter dem Druck von Umsatzvorgaben begangen wird.<sup>249</sup>

---

<sup>243</sup> Wolf/Runzheimer, Risikomanagement und KonTraG<sup>5</sup> 103ff.

<sup>244</sup> Steinberg/Fletcher, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1791 (1994).

<sup>245</sup> Beispielsweise erfordert § 13 Abs 1 ECV lediglich, dass der Compliance-Verantwortliche direkt der Geschäftsleitung untersteht.

<sup>246</sup> Vgl. Spindler, WM 2008, 912; Bürkle in Hauschka, Corporate Compliance § 8 Rn 18; Eisele in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch<sup>2</sup> III § 109 Rn 58.

<sup>247</sup> Kort, Verhaltensstandardisierung durch Corporate Compliance, NZG 2008, 81 (85). Nach einer Studie sollen deutsche Unternehmen mehrheitlich die Compliance-Agenden der Rechtsabteilung zuordnen. PwC, Compliance und Unternehmenskultur 21.

<sup>248</sup> Eisele, WM 1993, 1021.

<sup>249</sup> Hauschka, BB 2004, 1180.

Unabhängig von der konkreten organisatorischen Verankerung sollte die Geschäftsleitung jedenfalls die interne Revision, das Controlling, die Rechtsabteilung, das Vorstandssekretariat sowie die sonstigen Stabsabteilungen zur engen Kooperation mit der für Compliance zuständigen Abteilung verpflichten.<sup>250</sup> Darüber hinaus sollte diese Compliance-Abteilung eng mit den gegebenenfalls gesetzlich erforderlichen Beauftragten<sup>251</sup> zusammenarbeiten, weil diese Spezialkenntnisse über die in ihrem Aufgabengebiet auftretenden Risiken und relevanten Sachverhalte haben. Darüber hinaus wird dadurch verhindert, dass mangels Kooperation und Informationsaustausch doppelte Arbeit geleistet werden muss.<sup>252</sup>

Im Zuge der Compliance-Diskussion hat sich ausgehend von den USA eine Fülle an Unternehmen etabliert, die Compliance-Dienstleistungen anbieten. Daher stellt sich die Frage, inwieweit Compliance-Agenden ausgelagert werden können. Compliance ist nach hM eine nicht delegationsfähige Leitungsaufgabe des Vorstandes.<sup>253</sup> Daher ist eine Auslagerung in Kernbereichen nicht zulässig. Dies bedeutet aber nicht, dass die Inanspruchnahme einzelner Compliance-Dienstleistungen von Dritten unzulässig wäre.<sup>254</sup> Durch die Einbindung Dritter kann insbesondere bei der Erstellung eines Compliance-Programms, der inhaltlichen Gestaltung von Compliance-Schulungen oder der Durchführung von *mock dawn raids* die Expertise von Rechtsanwälten genutzt werden.<sup>255</sup>

### 2.2.5. Eckpunkte eines Compliance-Programms

Das Compliance-Programm hat sich, wie bereits erläutert, unternehmensspezifischen Faktoren anzupassen. Bei der Konzipierung eines Compliance-Programmes muss darauf geachtet werden, dass zur gesetzlichen Regulierung nicht noch Bürokratisierung und Belastung der internen Abläufe des Unternehmens durch Compliance-Maßnahmen hinzutreten.<sup>256</sup>

<sup>250</sup> Bürkle in Hauschka, Corporate Compliance § 8 Rn 31; Hauschka, NJW 2004, 261.

<sup>251</sup> Bürkle, BB 2005, 565. Auch eine Zentralisierung von sachlich unterschiedlichen Compliance-Agenden in einer Compliance-Funktion wäre grundsätzlich denkbar. Vgl. BaFin, Die Zusammenfassung von Insiderüberwachung, Geldwäscheprävention BaFin, Entwurf eines Rundschreibens zu Mindestanforderungen an Compliance und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG, Konsultation 17/2009, 13 f.

<sup>252</sup> Bürkle in Hauschka, Corporate Compliance § 8 Rn 35.

<sup>253</sup> Spindler, WM 2008, 912; Kalss/Schörghofer in Lucius/Oppitz/Pachinger, Compliance 17; Feltl/Pucher, Corporate Compliance im österreichischen Recht - Ein Überblick, wbl 2010, 265 (270); Schirmer/Uitz, Compliance-Maßnahmen zur Reduktion der Haftungsrisiken von Vorstandsmitgliedern, RdW 2010, 200 (202 Fn 17).

<sup>254</sup> Spindler, WM 2008, 912.

<sup>255</sup> Bürkle in Hauschka, Corporate Compliance § 8 Rn 38; Lampert in Hauschka, Corporate Compliance § 9 Rn 12. Zu *mock dawn raids* siehe auch Kapitel 2.2.6.

<sup>256</sup> Busmann, BFuP 2009, 515; Bürkle, BB 2005, 566.

In der Praxis haben sich bestimmte Eckpunkte eines Compliance-Programms herauskristallisiert: Compliance-Organisation mit Compliance-Officer, Compliance-Richtlinie, organisatorische Maßnahmen, Schulungs- und Beratungsangebote sowie Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen.<sup>257</sup> Als weitere Komponenten sind interne oder externe Meldesysteme, die Dokumentation der Compliance-Maßnahmen, Aufklärungsmaßnahmen bei Compliance-Verstößen und eine systematische Weiterentwicklung des Compliance-Programms zu nennen. Im Bereich der Insider-Compliance ist besonderer Wert auf die Information und Schulung der Unternehmensangehörigen, die Einführung von Handelsverboten und Sperrfristen, die Erfassung von Insidern und die Beschränkungen des Zugriffs auf Insiderinformationen zu legen.<sup>258</sup>

### **a) Compliance-Organisation**

Die Compliance-Organisation ist der organisatorische Träger des Compliance-Programms und besteht typischerweise aus drei Ebenen. An der Spitze der Compliance-Organisation steht die Geschäftsleitung, die für compliance-relevante Grundsatzentscheidungen, die Zuteilung von Verantwortlichkeiten, die Kommunikation ihres *comittments*, die Förderung der Unternehmenskultur<sup>259</sup> sowie die Auswahl und Überwachung des Compliance-Officers zuständig ist.<sup>260</sup> Auf der zweiten Ebene steht eben dieser Compliance-Officer, der für die operative Durchführung, Dokumentation und Weiterentwicklung des Compliance-Programms und die Beratung der Geschäftsleitung verantwortlich zeichnet,<sup>261</sup> und die Compliance-Abteilung leitet.<sup>262</sup> Auf der dritten Ebene sind, wenn aufgrund des unternehmensspezifischen Risikoprofils nötig, dezentrale Compliance-Officer zu bestellen. Diese sind in die Linienorganisation des Unternehmens eingliedert und für die Beratung und Überwachung bestimmter Fachbereiche zuständig.<sup>263</sup>

### **b) Compliance-Officer**

Für die operative Durchführung der Compliance-Agenden empfiehlt es sich ab einer gewissen Unternehmensgröße einen Compliance-Officer zu installieren. Dieser sollte der Geschäftsleitung

---

<sup>257</sup> *Steinberg/Fletcher*, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1791 (1994); *Paetzmann*, Corporate Governance 107ff; *Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*, Internal Control - Integrated Framework (1992); *Eisele*, WM 1993, 1023.

<sup>258</sup> *Klöpper*, Börsennotierte Aktiengesellschaften und Anlegerschutz, in *Hauschka*, Corporate Compliance (2007) § 11 Rn 50; *Steinberg/Fletcher*, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1791 (1994).

<sup>259</sup> *Stephan/Seidel* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 25 Rn 176; *Bürkle* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 8 Rn 7.

<sup>260</sup> *Bürkle* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 8 Rn 8f.

<sup>261</sup> *Bürkle* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 8 Rn 11f.

<sup>262</sup> Sofern erforderlich können ferner sogenannte Compliance-Teams oder Compliance-Committees eingerichtet werden, denen auch Mitarbeiter aus anderen Fachbereichen angehören. *Wendel*, Kapitalmarkt Compliance in der Praxis, CCZ 2008, 41 (47); *Bürkle* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 8 Rn 31.

<sup>263</sup> *Bürkle* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 8 Rn 25f u 29; *Eisele* in *Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch<sup>2</sup> III § 109 Rn 94.

direkt unterstellt und ihr gegenüber berichtspflichtig sein.<sup>264</sup> Damit wird nicht nur das *commitment* der Geschäftsleitung ausgedrückt, sondern auch sichergestellt, dass sie zeitnah über alle wesentlichen Umstände informiert wird, und der Compliance-Officer direkten Zugang zu ihr hat.

Er muss das absolute Vertrauen der Geschäftsleitung genießen sowie über genügend Durchsetzungsfähigkeit verfügen, um auch ihr gegenüber unangenehme Angelegenheiten erfolgreich vertreten zu können.<sup>265</sup> In der Literatur wird als weitere subjektive Voraussetzung genannt, dass es sich um einen persönlich integeren, erfahrenen Juristen mit Branchenerfahrung handeln soll.<sup>266</sup> Der Compliance-Officer befindet sich nämlich in einer schwierigen Position, weil er die Balance zwischen vertrauensvollem Berater und konsequentem Kontrolleur zu finden hat. Deshalb benötigt er neben der juristischen Kompetenz auch unternehmensspezifisches Fachwissen, um die inhaltlichen Anliegen der zu beratenden Geschäftsabteilungen zu verstehen.<sup>267</sup>

Zusätzlich soll der Compliance-Officer fachlich weisungsfrei sein und auch keine operative Tätigkeit im Tagesgeschäft inne haben, um seine Aufgaben sowohl faktisch als auch in der Außenwahrnehmung unabhängig erfüllen zu können.<sup>268</sup> Die Bedeutung dieser Unabhängigkeit wird speziell dann augenscheinlich, wenn Rechtsverletzungen von der Geschäftsleitung begangen werden. Eine Aufklärung derartiger Sachverhalte ist besonders wichtig, um nicht die Glaubwürdigkeit eines Compliance-Programmes in Frage zu stellen.<sup>269</sup>

Der Compliance-Officer ist für die Durchführung der Compliance-Maßnahmen operativ verantwortlich. Um seine Aufgaben effektiv wahrnehmen zu können, müssen ihm die erforderlichen

---

<sup>264</sup> Wecker/Galla in Wecker/van Laak, Compliance in der Unternehmerpraxis 60; Lösler, WM 2007, 679; Bürkle in Hauschka, Corporate Compliance § 8 Rn 17.

<sup>265</sup> Hauschka, BB 2004, 1180.

<sup>266</sup> Bürkle in Hauschka, Corporate Compliance § 8 Rn 21ff. Wird ein Unternehmensangehöriger zum Compliance-Officer bestellt, besteht die Gefahr, dass ein enges Verhältnis zu anderen Dienstnehmern seine Unabhängigkeit gefährden und eine gewisse Betriebsblindheit die Wahrnehmung seiner Aufgaben beeinträchtigen könnte. Andererseits würde für einen Unternehmensangehörigen seine intime Kenntnis des Unternehmens und dessen Risikolage sprechen. Vgl. Bürkle in Hauschka, Corporate Compliance § 8 Rn 22.

<sup>267</sup> Eisele in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch<sup>2</sup> III § 109 Rn 93; Eisele, WM 1993, 1025.

<sup>268</sup> Campos Nave, Chief Corporate Compliance Officer – Werbewirksame Mogelpackung oder Garant einer effizienten Corporate Governance? BB 2007, 1 (1); Bürkle in Hauschka, Corporate Compliance § 8 Rn 18; Hoffman/Neill/Stovall, An Investigation of Ethics Officer Independence, 78 Journal of Business Ethics, 87, 88-90 (2008). Nach Bürkle soll die Unabhängigkeit des Compliance-Officers durch eine Bestellung auf unbestimmte Zeit und Einräumung eines Versetzungsschutzes abgesichert werden. Bürkle in Hauschka, Corporate Compliance § 8 Rn 17f.

<sup>269</sup> Bürkle in Hauschka, Corporate Compliance § 8 Rn 15.

sachlichen und personellen Ressourcen zur Verfügung stehen.<sup>270</sup> Desweiteren muss er über jene Befugnisse verfügen, die erforderlich sind, um die Einhaltung der Compliance-Richtlinie zu überwachen, sowie Fehlverhalten frühzeitig zu entdecken und Rechtsverstöße zu verhindern. Daher ist ihm in der Compliance-Richtlinie das Recht einzuräumen, in Erfüllung seiner Aufgaben sämtliche Räumlichkeiten des Unternehmens zu betreten, Auskünfte zu verlangen, gegebenenfalls auch außerhalb des Dienstweges, und Einsicht in Geschäftsunterlagen zu nehmen.<sup>271</sup> Er sollte weiters befugt sein, externe Berater hinzuzuziehen, um sich fachlich unterstützen zu lassen und zusätzliches unternehmensinternes Know-How aufzubauen.<sup>272</sup>

Dem Compliance-Officer kommt die Aufgabe zu, den Fluss compliance-relevanter Informationen auf vertikaler Ebene im Unternehmen zu steuern.<sup>273</sup> Die dafür benötigten Informationen erhält er vorwiegend aus den Ergebnissen seiner Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen und der gegebenenfalls eingerichteten Meldestellen für Hinweise auf Rechtsverstöße. Darüber hinaus sollte die Geschäftsleitung eine anlassbezogene Berichtspflicht der Fachabteilungen an den Compliance-Officer bei Eintreten compliance-relevanter Umstände anordnen.<sup>274</sup> Schlussendlich soll durch diese unterschiedlichen Informationsquellen sichergestellt werden, dass der Compliance-Officer seiner periodischen und anlassbezogenen Berichtspflicht gegenüber der Geschäftsleitung nachkommen kann.<sup>275</sup>

### c) *Compliance-Richtlinie*

Compliance-Richtlinien sind unternehmensinterne Verhaltensanweisungen und enthalten typischerweise ein *mission statement*, das die ethischen Vorstellungen der Unternehmenskultur erläutert, sowie eine zusammenfassende Darstellung compliance-relevanten Vorschriften und Verhaltensrichtlinien für die Unternehmensangehörigen.<sup>276</sup> Diese Darstellung sollte die gesetzlichen Vorgaben in allgemein verständlicher Sprache erklären,<sup>277</sup> während die Verhaltensrichtlinien die

---

<sup>270</sup> Bürkle in Hauschka, Corporate Compliance § 8 Rn 17. Hierzu zählt auch eine Stellvertretung für den Compliance-Officer im Falle urlaubs- oder krankheitsbedingter Abwesenheit. FMA, Rundschreiben der FMA betreffend die organisatorischen Anforderungen des Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 im Hinblick auf Compliance, Risikomanagement und interne Revision (2010), [http://www.fma.gv.at/typo3conf/ext/dam\\_download/secure.php?u=0&file=2059&t=1313516729&hash=22cb8aa17b439ffe59bfe52873a8713a](http://www.fma.gv.at/typo3conf/ext/dam_download/secure.php?u=0&file=2059&t=1313516729&hash=22cb8aa17b439ffe59bfe52873a8713a) (15.08.2011).

<sup>271</sup> Spindler, WM 2008, 905; Bürkle in Hauschka, Corporate Compliance § 8 Rn 19.

<sup>272</sup> Hauschka, BB 2004, 1182.

<sup>273</sup> Rodewald/Unger, BB 2007, 1632; Lösler, WM 2007, 681.

<sup>274</sup> Bürkle in Hauschka, Corporate Compliance § 8 Rn 20.

<sup>275</sup> Rodewald/Unger, BB 2007, 1632.

<sup>276</sup> Lampert in Hauschka, Corporate Compliance § 9 Rn 20f; Eisele, WM 1993, 1023. Die Compliance-Richtlinien müssen in alle relevanten Konzernsprachen übersetzt werden, was mit erheblichem Aufwand verbunden sein kann. Kremer/Klahold, ZGR 2010, 129.

<sup>277</sup> Lampert in Hauschka, Corporate Compliance § 9 Rn 18.

im *mission statement* enthaltenen Prinzipien auf konkrete Handlungsvorschriften umlegen und praxisnahe Handlungsanleitungen für die tägliche Arbeit geben.<sup>278</sup> Weiters sollte das Verhalten im Falle behördlicher Ermittlungen gegen das Unternehmen, seine Organmitglieder oder Mitarbeiter und bei Hausdurchsuchungen geregelt werden.<sup>279</sup> Durch die Compliance-Richtlinie sollten auch die Meldepflichten der Unternehmensangehörigen gegenüber dem Compliance-Officer geregelt werden, damit der Informationsfluss compliance-relevanter Informationen zu diesem sichergestellt wird.

Ihre Bedeutung liegt daher vor allem darin, dass sie bei Unternehmensangehörigen ein Problembewusstsein für compliance-relevante Themen wecken und einen Leitfaden für den Berufsalltag zur Verfügung stellen, damit die Unternehmensangehörigen trotz der zunehmenden Regulierungsdichte ihre Aufgaben selbständig und in gesetzeskonformer Weise ausführen können.

Zusätzlich zur Compliance-Richtlinie können weitere Richtlinien oder Merkblätter herausgegeben werden, die sich spezieller Problemstellungen annehmen bzw. regional erforderliche Anpassungen vornehmen.<sup>280</sup> In der Praxis sind Insider-Compliance-Richtlinien für börsennotierte Gesellschaften besonders relevant.

Dem Inhalt und der Reichweite von Compliance-Richtlinien werden durch das Arbeitsrecht Schranken gesetzt. Vor allem ist zu beachten, dass Compliance-Richtlinien je nach Inhalt der Arbeitnehmermitbestimmung unterliegen können und außerdienstliches Verhalten nur innerhalb enger Zulässigkeitsgrenzen unternehmensinternen Regelung unterworfen werden kann.<sup>281</sup>

Das Unternehmen sollte den Mitarbeitern die Compliance-Richtlinie regelmäßig zur Kenntnis bringen und dafür Sorge tragen, dass diese schriftlich bestätigen, dass sie die Richtlinie erhalten und die sich daraus ergebenden Pflichten verstanden haben.<sup>282</sup> Obwohl sie als Weisungen ver-

---

<sup>278</sup> Eisele, WM 1993, 1023.

<sup>279</sup> Campos Nave/Bonenberger, BB 2008, 736 ff; Lampert in Hauschka, Corporate Compliance § 9 Rn 24.

<sup>280</sup> Kremer/Klahold, ZGR 2010, 130; Berkeley, Form of summary memorandum and sample corporate policy on insider trading, SM052 ALI-ABA 523, 530 and 535 (2007).

<sup>281</sup> Vgl. Schreiber, Implementierung von Compliance-Richtlinien, NZA-RR 2010, 617; Müller-Bonanni/Sagan, Arbeitsrechtliche Aspekte der Compliance, BB 2008, Special zu Heft 25, 28 (29f).

<sup>282</sup> Berkeley, Form of summary memorandum and sample corporate policy on insider trading, SM052 ALI-ABA 523, 534 and 542 (2007).

bindlich sind, empfiehlt sich aus Dokumentationsgründen, dass die Mitarbeiter dies durch ihre Unterschrift förmlich anerkennen und sich zu ihrer Einhaltung verpflichten.<sup>283</sup>

### **d) Organisatorische Maßnahmen**

Organisatorische Vorkehrungen stellen sicher, dass die Ge- und Verbote der Compliance-Richtlinie von den Unternehmensangehörigen eingehalten werden. Darunter fallen beispielsweise Genehmigungs- und Berechtigungssysteme, Aufgaben- und Funktionstrennungen, Unterschriftenregelungen, EDV-Zugriffsberechtigungen und physische Zugangsbeschränkungen.<sup>284</sup>

Im Bereich der Insider-Compliance haben die Gesetzgeber zum Teil sehr spezifische Vorgaben an die organisatorischen Maßnahmen gemacht. Grundsätzlich kommt hierbei der Regulierung des Informationsflusses höchste Bedeutung zu. Unternehmensangehörige sollen ausschließlich auf einer „*need to know*“ Basis Zugang zu Insiderinformationen erlangen können.<sup>285</sup> Weitere typische Vorkehrungen umfassen Vertraulichkeitsbereiche innerhalb des Unternehmens<sup>286</sup> und Insiderverzeichnisse, in denen die Geschäftsleitung und alle übrigen Unternehmensangehörige, die Zugang zu Insiderinformationen haben, erfasst werden.<sup>287</sup>

### **e) Schulungen**

Aufgrund seines präventiven Charakters liegt einer der Kernbereiche eines Compliance-Programmes in der Information, Aufklärung und Ausbildung der Unternehmensangehörigen.<sup>288</sup> Daher sollte auch die Geschäftsleitung an diesbezüglichen Schulungen teilnehmen, um ihr *commitment* zu demonstrieren.<sup>289</sup>

Die Schulungsmaßnahmen sollen den Unternehmensangehörigen die gesetzlichen und unternehmensinternen Ge- und Verbote näherbringen<sup>290</sup> sowie Handlungsspielräume aufzeigen.<sup>291</sup> Sie

---

<sup>283</sup> Eisele, WM 1993, 1023; Berkeley, Form of summary memorandum and sample corporate policy on insider trading, SM052 ALI-ABA 523, 542 (2007); Steinberg/Fletcher, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1792-1793 (1994).

<sup>284</sup> FMA, Rundschreiben der FMA betreffend die organisatorischen Anforderungen des Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 (WAG 2007) im Hinblick auf Compliance, Risikomanagement und interne Revision (2010), 4.

<sup>285</sup> Hauschka in Hauschka, Corporate Compliance § 1 Rn 25; Eisele, WM 1993, 1025.

<sup>286</sup> Vgl. Steinberg/Fletcher, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1804 (1994).

<sup>287</sup> Insiderverzeichnisse können daher zu Recht auch als „Informationsbuchhaltung“ bezeichnet werden. Kirschhöfer, Führung von Insiderverzeichnissen, Der Konzern 2005, 22 (28).

<sup>288</sup> U. Schneider, ZIP 2003, 649; Eisele in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch<sup>2</sup> III § 109 Rn 78; Eisele, WM 1993, 1023.

<sup>289</sup> Kremer/Klahold, ZGR 2010, 131; Schwartz/Dunfee/Kline, Tone at the Top: An Ethics Code for Directors? 58 Journal of Business Ethics 79, 95 (2005).

<sup>290</sup> U. Schneider, ZIP 2003, 649.

sollten in einer offenen Atmosphäre abgehalten werden, um Mitarbeiter auch zu Fragen zu ermutigen.<sup>292</sup> Die Sprache sollte allgemein verständlich sein und die Schulungsinhalte mit konkreten Beispielen aus dem Arbeitsalltag illustriert werden.<sup>293</sup> Schriftliche Unterlagen sollten weiters einen praxisnahen Fragen-/Antwortkatalog enthalten.<sup>294</sup> Auch für Schulungsmaßnahmen gilt, dass es sich nicht um einen einmaligen Akt handelt. Zur Auffrischung des Wissens sollten sie regelmäßig wiederholt und auch im Intranet als eLearning zugänglich gemacht werden.<sup>295</sup> Zusätzlichen Schulungsbedarf gibt es einerseits bei Einstellung neuer Mitarbeiter oder beim Wechsel von Mitarbeitern zwischen Abteilungen.

#### *f) Beratung*

Für individuelle, compliance-relevante Fragen sollte die Compliance-Abteilung in Ergänzung zum allgemeinen Schulungsangebot auch ein eigenes Beratungsangebot schaffen. Die Beratungsaufgaben sind mannigfaltig und umfassen unter anderem die Beratung der Geschäftsleitung bei der Organisation von Informationsflüssen im Unternehmen, Beratung von Fachabteilungen bei der Entwicklung neuer Produkte oder Strukturen sowie die Beratung der Geschäftsleitung und der Unternehmensangehörigen in Einzel- bzw. Zweifelsfällen.<sup>296</sup>

Damit das Beratungsangebot auch tatsächlich angenommen wird, genügt es nicht, dass die Compliance-Abteilung über die erforderliche fachliche Expertise verfügt. Vielmehr muss das Beratungsangebot so konzipiert werden, dass es keine tatsächlichen oder subjektiv-empfundene Hemmschwellen gibt, dieses in Anspruch zu nehmen.<sup>297</sup>

#### *g) Meldewesen*

Mitarbeiter wenden sich oftmals erst an Behörden, wenn sie im Dienstweg keine erfolgversprechende Möglichkeit zur Meldung eines Fehlverhaltens sehen bzw. den Eindruck haben, dass das Fehlverhalten von der Geschäftsleitung toleriert wird. Daher ist es erforderlich, Möglichkeiten zur Meldung von Problemen auch außerhalb des Dienstweges anzubieten. Die Einstellung zu solchen Meldesystemen ist in den USA und Europa sehr unterschiedlich. Während diese in den

---

<sup>291</sup> Information über Handlungsspielräume ist für Unternehmensangehörige in der Praxis besonders wichtig, weil diese ansonsten aus Angst vor gesetzlichen und unternehmensinternen Sanktionen übertriebene Vorsicht an den Tag legen könnten. *Itzen*, Richtungswechsel, Bestandsaufnahme, Prävention: Das Gerüst einer erfolgreichen Compliance-Strategie, BB 2008, Special zu Heft 25, 12 (16).

<sup>292</sup> *Lampert in Hauschka*, Corporate Compliance § 9 Rn 28.

<sup>293</sup> *Lampert in Hauschka*, Corporate Compliance § 9 Rn 29.

<sup>294</sup> *Eisele*, WM 1993, 1024.

<sup>295</sup> *Lampert in Hauschka*, Corporate Compliance § 9 Rn 30.

<sup>296</sup> *Eisele*, WM 1993, 1025.

<sup>297</sup> *Lampert in Hauschka*, Corporate Compliance § 9 Rn 31.

## 2. Begriffsbestimmung

---

USA gesetzlich vorgeschrieben sind,<sup>298</sup> wird in Europa auf die Gefahr des Denunziantentums<sup>299</sup> und arbeits-<sup>300</sup> und datenschutzrechtliche Bedenken<sup>301</sup> hingewiesen.

Als Meldesysteme stehen einerseits *Whistleblowing-Hotlines* und andererseits Ombudsmänner zur Verfügung. Unter dem Begriff *Whistleblowing* werden Unternehmensangehörige verstanden, die Verstöße anderer Unternehmensangehöriger gegen Gesetze oder unternehmensinterne Richtlinien an interne oder externe Stellen melden.<sup>302</sup> *Whistleblowern* sollte ermöglicht werden, ihre Meldungen kostenfrei und anonym mitzuteilen.<sup>303</sup> Um diese Anonymität zu gewährleisten, hat die Meldestelle die Meldungen ohne Angabe der Identität des Meldenden nach einer ersten Plausibilitätsprüfung an die zuständige Stelle im Unternehmen weiterzuleiten.<sup>304</sup>

Der Ombudsmann nimmt vertraulich Hinweise von Dienstnehmern über Rechtsverstöße im Unternehmen entgegen und leitet diese an die zuständige Stelle im Unternehmen weiter. Oftmals kommt es zwischen dem Hinweisgeber und dem Ombudsmann zu mehreren Gesprächen, weil sich speziell bei komplexeren Sachverhalten ergänzende Fragen ergeben können.<sup>305</sup>

Es gilt im Einzelfall abzuwägen, ob es sinnvoller ist interne oder externe Meldestellen einzurichten. Unternehmensexterne sind zwar unvoreingenommen und werden auch als unabhängig wahrgenommen, haben aber kein Wissen über interne Abläufe oder Probleme. Unternehmensin-

---

<sup>298</sup> Vgl. § 301 SOA.

<sup>299</sup> Im Rahmen einer im Jahr 2007 durchgeführten Studie wurden 1.276 Vorstandsmitglieder, Aufsichtsratsmitglieder, Geschäftsführer, Prokuristen, interne Revisoren und Abschlussprüfer österreichischer Versicherungsunternehmen zum Thema Whistleblowing befragt. Externes Whistleblowing wurde von den Teilnehmern klar abgelehnt, während die interne Meldung von Missständen, insbesondere unter Einhaltung des Dienstweges an den unmittelbaren Vorgesetzten, auf Zustimmung stieß. *Hauser*, Das Bild von Whistleblowing in der österreichischen Versicherungswirtschaft, ÖBA 2009, 497 (502ff); *PwC*, Compliance und Unternehmenskultur 32.

<sup>300</sup> Vgl. § 96 Abs 1 Z 3 ArbVG.

<sup>301</sup> Vgl. Stellungnahme der sogenannten Art 29 Datenschutz-Arbeitsgruppe zur datenschutzrechtlichen Zulässigkeit von Whistleblowing-Hotlines. Diese fungiert auf Grundlage von Art 29 RL 95/46/EG als unabhängiges Beratungsgremium für Fragen des Datenschutzes und setzt sich aus Vertretern der Datenschutzbehörden der EU-Mitgliedsstaaten zusammen. *Article 29 Data Protection Working Party*, Opinion 1/2006 on the application of EU data protection rules to internal whistleblowing schemes in the fields of accounting, internal accounting controls, auditing matters, fight against bribery, banking and financial crime, [http://ec.europa.eu/justice\\_home/fsj/privacy/docs/wpdocs/2006/wp117\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/justice_home/fsj/privacy/docs/wpdocs/2006/wp117_en.pdf) (15.08.2011). Das Interesse an der Aufklärung unternehmensinterner Missstände überwiegt nach europäischem Datenschutzrecht nicht automatisch die Interessen des Einzelnen am Schutz seiner Daten. *Bauer*, Datenschutzrechtliche Compliance im Unternehmen, in *Wecker/van Laak*, Compliance in der Unternehmerpraxis (2008), 145 (164).

<sup>302</sup> Vgl. *Hauser*, ÖBA 2009, 497f. Die Phrase "*to blow the whistle on somebody*" kann umgangssprachlich mit jemanden verpfeifen übersetzt werden.

<sup>303</sup> *Kremer/Klahold*, ZGR 2010, 133. Auch anonyme Meldungen sollten bearbeitet werden. *Kremer/Klahold*, ZGR 2010, 127.

<sup>304</sup> *Kremer/Klahold*, ZGR 2010, 134.

<sup>305</sup> *Buchert*, Der externe Ombudsmann – Ein Erfahrungsbericht, CCZ 2008, 148 (148f).

ternen ist letzteres zwar bekannt, jedoch fehlt ihnen die Unvoreingenommenheit.<sup>306</sup> Bei der Einrichtung von Meldestellen muss sichergestellt werden, dass diese ständig erreichbar und mit Personal besetzt sind, welches nicht nur über rechtliches Fachwissen, sondern auch über die erforderlichen Fremdsprachenkenntnisse verfügt.<sup>307</sup> Bei internationalen Konzernen kann daher die Einrichtung einer internen Meldestelle mit großem Aufwand verbunden sein, was ebenfalls für die Einrichtung einer externen Meldestelle spricht. Als deren Ansprechpartner im Unternehmen sollte mE der Compliance-Officer eingesetzt werden, weil dieser über die nötigen Kompetenzen und Erfahrungen bei der Aufklärung von Compliance-Verstößen verfügt.

#### **h) Dokumentation**

Ein Compliance-Programm sollte nicht nur die Rechtsrisiken eines Unternehmens abdecken, sondern auch der Öffentlichkeit sowie den Gerichten und Aufsichtsbehörden gegenüber darstellbar und erklärbar sein.<sup>308</sup> Nur durch eine sorgfältige Dokumentation kann der Nachweis erbracht werden, dass angemessene Compliance-Maßnahmen eingerichtet waren und die Geschäftsleitung ihre Sorgfaltspflichten erfüllt hat, damit eine Haftung oder strafrechtliche Verantwortung des Unternehmens und der Geschäftsleitung vermieden werden kann.<sup>309</sup> In der Praxis hat sich jedoch gezeigt, dass gerade die Dokumentation eine der größten Schwachstellen von Compliance-Programmen darstellt.<sup>310</sup>

Unter anderem sollten die compliance-relevanten Entscheidungen, Maßnahmen und Berichtswege, Schulungen der Mitarbeiter, Kontrollen und Tests erfasst werden. Weiters sollten auch die Arbeitsläufe im Unternehmen dokumentiert werden, um im Einzelfall nachvollziehen zu können, wie es zu Compliance-Verstößen gekommen ist. Vor allem sollten die Entscheidungs- und Arbeitsprozesse, die Berichtswege und die ergriffenen Konsequenzen aufgezeichnet werden.<sup>311</sup> Sofern interne Ermittlungen eingestellt werden, ist zusätzlich zu dokumentieren, warum keine weiteren Schritte gesetzt wurden.

---

<sup>306</sup> Ausführlich dazu *T. L. Banks/F. Z. Banks*, Corporate Legal Compliance Handbook 6-28 - 6-31.

<sup>307</sup> *Kremer/Klahold*, ZGR 2010, 134.

<sup>308</sup> *T. L. Banks/F. Z. Banks*, Corporate Legal Compliance Handbook 1-15; *Hauschka* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 1 Rn 29; *Wecker/Galla* in *Wecker/van Laak*, Compliance in der Unternehmerpraxis 64.

<sup>309</sup> *Schirmer/Uitz*, RdW 2010, 202; *Rodewald/Unger*, BB 2006, 115; *Spindler*, WM 2008, 915.

<sup>310</sup> *Steinberg/Fletcher*, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1793 (1994).

<sup>311</sup> *Vetter* in *Wecker/van Laak*, Compliance in der Unternehmerpraxis 41f; *Gapp*, Internal Governance für Kreditinstitute und Wertpapierfirmen, ÖBA 2007, 169 (172).

Die Dokumentation der Compliance-Anstrengungen sollte periodisch in Berichten über die durchgeführten Maßnahmen, wie zum Beispiel Schulungen mit Datum, Inhalten und Teilnehmeranzahl, erfolgen.<sup>312</sup>

### *i) Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen*

Die Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen werden primär anhand von Stichproben, internen Compliance-Meldungen der Geschäftsabteilungen bzw. der Mitarbeiter und durch Marktbeobachtung durchgeführt.<sup>313</sup> Diese dienen nicht nur dem Aufdecken von Missständen, sondern wirken alleine schon durch ihre Präsenz auch präventiv.<sup>314</sup> Grundsätzlich steigen die Anforderungen an die Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen mit der Begehungsfahr.<sup>315</sup> Um die Effektivität der einzelnen Überwachungsinstrumente zu stärken, sollten die von verschiedenen Abteilungen, insbesondere der internen Revision, durchgeführten Kontrollmaßnahmen innerhalb eines Unternehmens koordiniert werden.<sup>316</sup>

Voraussetzung für eine effektive Erfüllung der Überwachungspflichten durch den Compliance-Officer ist es, dass er über alle relevanten Umstände zeitnah informiert wird.<sup>317</sup> Daher muss eine Informationskultur im Unternehmen geschaffen werden, die einerseits einen Fluss compliance-relevanter Informationen an den Compliance-Officer sicherstellt, aber andererseits keinen Anreiz für Denunzianten bietet.<sup>318</sup>

Allgemeine Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen werden ergänzt durch von externen Beratern durchgeführte interne Untersuchungen (*internal investigations*).<sup>319</sup> Diese dienen vorwiegend drei Zwecken. Erstens sollen Verdachtsmomente abgeklärt und Beweismittel gesichert werden. Zweitens sollen die Risiken für die Gesellschaft minimiert werden, indem Verstöße verhindert oder abgestellt werden und die Gesellschaft ihre zur Verfügung stehenden zivil-, arbeits- und

---

<sup>312</sup> Vetter in Wecker/van Laak, Compliance in der Unternehmerpraxis 42; Steinberg/Fletcher, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1794 (1994).

<sup>313</sup> Eisele, WM 1993, 1025.

<sup>314</sup> Küting/Busch, Zum Wirrwarr der Überwachungsbegriffe, DB 2009, 1361 (1363).

<sup>315</sup> Hauschka, Corporate Compliance – Unternehmensorganisatorische Ansätze zur Erfüllung der Pflichten von Vorständen und Geschäftsführern, AG 2004, 461 (474).

<sup>316</sup> Küting/Busch, DB 2009, 1367.

<sup>317</sup> Kremer/Klahold, ZGR 2010, 128; Lösler, WM 2007, 681; Rodewald/Unger, BB 2007, 1629.

<sup>318</sup> Rodewald/Unger, BB 2007, 1630.

<sup>319</sup> Wybitul, Das neue Bundesdatenschutzgesetz: Verschärfte Regeln für Compliance und interne Ermittlungen, BB 2009, 1582 (1584). Die Betrauung von Rechtsanwälten mit der Durchführung von *internal investigations* hat neben ihrer rechtlichen Kompetenz den Vorteil, dass sie der Verschwiegenheitspflicht unterliegen und in einem behördlichen Ermittlungs- oder Gerichtsverfahren keine für das Unternehmen schädlichen Informationen preisgeben müssen. Minoggio, Interne Ermittlungen in Unternehmen, in Böttger, Wirtschaftsstrafrecht in der Praxis (2010) Kap 15 Rz 27.

strafrechtlichen Handlungsoptionen prüft und ergreift. Drittens soll das Unternehmen in die Lage versetzt werden, effektiv mit Behörden bei der Aufklärung von Verdachtsmomenten oder tatsächlichen Verstößen kooperieren zu können. Als Ermittlungsmaßnahmen kommen primär Prüfung von Büchern, Korrespondenz und Aufzeichnungen des Unternehmens, Durchsicht von Emails, Auswertung der Videoüberwachung, Befragung von Mitarbeitern und Durchsuchungen von Büros in Betracht.<sup>320</sup> Während *internal investigations* in den USA bereits seit längerem zum etablierten Marktstandard zählen,<sup>321</sup> steht man in Österreich und Deutschland erst am Anfang einer Entwicklung.<sup>322</sup>

Bei der Konzeption von Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen ist zu berücksichtigen, dass diese die Arbeitsabläufe im Unternehmen nicht unangemessen behindern, weil ansonsten die Akzeptanz von Compliance durch die Unternehmensangehörigen leiden würde und sich deren Kooperationsbereitschaft positiv auf den Überwachungserfolg auswirkt.<sup>323</sup> Weiters sind die Rechte der Unternehmensangehörigen zu berücksichtigen, vor allem jene aus dem Arbeits- und Datenschutzrecht.<sup>324</sup> Die Überwachung von Auslandsaktivitäten eines Unternehmens stellt eine besondere Herausforderung dar, weil neben der ausländischen Rechtsordnung auch die räumliche Distanz und kulturelle Unterschiede zusätzliche Hürden darstellen können.<sup>325</sup> Diese Einschränkungen setzen auch *internal investigations* rechtliche und faktische Grenzen.

#### j) **Aufklärung von Verstößen**

Sobald der Compliance-Officer von einem potentiellen Fehlverhalten erfährt, sollte er den Sachverhalt unverzüglich aufklären. Sofern sich der Verdacht erhärtet hat, soll er konsequent gegen

<sup>320</sup> Vgl. Klengel/Mückenberger, Internal Investigations – typische Rechts- und Praxisprobleme unternehmensinterner Ermittlungen, CCZ 2009, 81 (82ff).

<sup>321</sup> US-amerikanische Unternehmen haben interne Untersuchungen von externen Beratern schon in den 1970er Jahren als Mittel zur Aufdeckung von Fehlverhalten und als Schutzschirm gegen Strafen wegen Übertretungen des SEA und Foreign Corrupt Practices Act durchgeführt. Reed, Corporate Self-Investigations under the Foreign Corrupt Practices Act, 47 University of Chicago L. Rev. 803 (1980).

<sup>322</sup> Göpfert/Merten/Siegrist, NJW 2008, 1709; Lösler, WM 2007, 681; Mengel/Ullrich, NZA 2006, 246. Grundlegende Fragen im Zusammenhang mit unternehmensinternen Ermittlungen wurden in der wissenschaftlichen Diskussion noch nicht eingehend behandelt. Der Strafrechtsausschuss der deutschen Bundesrechtsanwaltskammer hat mit seinen drei Thesen zur Rolle des Unternehmensanwalts im Strafrecht, die die Leitlinien für die Durchführung unternehmensinterner Ermittlungen besprechen, jedoch eine allgemeine Debatte angestoßen. Bundesrechtsanwaltskammer, Thesen zum Unternehmensanwalt im Strafrecht (2010).

<sup>323</sup> Vgl. Klengel/Mückenberger, CCZ 2009, 82.

<sup>324</sup> Vgl. Zimmer/Heymann, Beteiligungsrechte des Betriebsrats bei unternehmensinternen Ermittlungen, BB 2010, 1853; Minoggio in Böttger, Wirtschaftsstrafrecht in der Praxis Kap 15 Rz 131ff; Wybitul, Interne Ermittlungen auf Aufforderung von US-Behörden – Ein Erfahrungsbericht, BB 2009, 606 (607); Wybitul, BB 2009, 1582.

<sup>325</sup> Rodewald/Unger, BB 2007, 1631.

die bestehenden Missstände vorgehen<sup>326</sup> und alle erforderlichen Maßnahmen ergreifen, die das zukünftige Eintreten derartiger Vorfälle verhindern.<sup>327</sup> Dies gilt umso mehr, wenn Informationen über ein potentiell Fehlverhalten an die Öffentlichkeit dringen. Für die Sanktionierung von Verstößen ist idR aber die Geschäftsleitung selbst und nicht der Compliance-Officer zuständig.<sup>328</sup>

Da trotz Compliance-Programm ein Restrisiko bestehen bleibt, dass Compliance-Verstöße auftreten, sollte eine Schadensbegrenzungsstrategie entwickelt werden, die eine Sprachregelung im Fall behördlicher Ermittlungen sowie das Verhalten des Unternehmens gegenüber den Ermittlungsbehörden festlegt.<sup>329</sup> Hierbei ist zu erwägen, dass die Kooperationsbereitschaft mit der Ermittlungsbehörde meist ein entscheidender Faktor für eine vorläufige oder endgültige Einstellung eines Ermittlungsverfahrens sowie für die Strafbemessung ist. Ausländische Ermittlungsbehörden erwarten sich in zunehmendem Maße Auskünfte und Kooperation von der Konzernmutter. Insbesondere die Ermittlungen US-amerikanischer Behörden machen regelmäßig nicht an der Staatsgrenze halt.<sup>330</sup> Eine Kooperation mit den Behörden kann auch reputationsschädigende Ermittlungsmaßnahmen wie Hausdurchsuchungen auf ein Mindestmaß begrenzen.<sup>331</sup> Im Gegensatz dazu kann es jedoch in bestimmten Fällen aus Sicht des Unternehmens zweckdienlich sein, nicht zu kooperieren und stattdessen die eigene Verteidigungsstrategie mit jener des beschuldigten Unternehmensangehörigen zu koordinieren.<sup>332</sup>

### **k) Weiterentwicklung**

Basierend auf einer regelmäßigen Überprüfung der Rechtsrisiken im Rahmen des Risikomanagements ist das Compliance-Programm an das sich gegebenenfalls veränderte Risikoprofil des Unternehmens anzupassen. Zusätzlich kann bei sogenannten Compliance-Checks geprüft wer-

---

<sup>326</sup> *Lampert*, BB 2002, 2242; *Berkeley*, Form of summary memorandum and sample corporate policy on insider trading, SM052 ALI-ABA 523, 534 (2007).

<sup>327</sup> *Gormann*, An outline: DOJ and SEC standards on cooperation, 1581 PLI/Corp 887, 919 (2007).

<sup>328</sup> *Bürkle* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 8 Rn 12.

<sup>329</sup> *Kremer/Klahold*, ZGR 2010, 138; *Lampert* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 9 Rn 35; *Gormann*, An outline: DOJ and SEC standards on cooperation, 1581 PLI/Corp 887, 919 (2007).

<sup>330</sup> Vgl. *Wybitul*, BB 2009, 606; *Dann/Schmidt*, Im Würgegriff der SEC? – Mitarbeiterbefragungen und die Selbstbelastungsfreiheit, NJW 2009, 1851.

<sup>331</sup> *Kremer/Klahold*, ZGR 2010, 135. Oftmals beauftragen Unternehmen auf Aufforderung durch eine US-amerikanische Ermittlungsbehörde eine Rechtsanwaltskanzlei mit der Durchführung einer internen Untersuchung, um ihre Kooperationsbereitschaft bei der Aufklärung von Rechtsverstößen zum Ausdruck zu bringen. Vgl. *Wybitul*, BB 2009, 606. Kritisch *von Rosen*, Rechtskollision durch grenzüberschreitende Sonderermittlungen, BB 2009, 230 (230ff). Kritisch zu von Behörden angeregten internen Untersuchungen *Minoggio* in *Böttger*, Wirtschaftsstrafrecht in der Praxis Kap 15 Rz 10ff.

<sup>332</sup> *Moringe/Haumer* in *Thanner/Soyer/Hölzl*, Kronzeugenprogramme 108.

den, ob grundsätzlich die Einhaltung der Rechtsvorschriften gewährleistet ist und der Vorstand in dieser Hinsicht seine Sorgfaltspflichten erfüllt hat.<sup>333</sup>

Sofern Defizite im Rahmen der Prüfroutinen oder Sonderprüfungen festgestellt werden, hat der Compliance-Officer unverzüglich die erforderlichen Maßnahmen zur Behebung der Missstände zu erarbeiten und der Geschäftsleitung zur Durchführung vorzuschlagen. Bei der Erarbeitung wird regelmäßig eine enge Abstimmung mit der betroffenen Fachabteilung von Nöten sein, da die vorgeschlagene Maßnahme nicht nur Compliance sicherstellen, sondern sich auch möglichst friktionsfrei in den operativen Geschäftsbetrieb einfügen soll.

Nach einem Vorfall sollten die aufgetretenen Probleme analysiert werden, um daraus, wenn nötig, Konsequenzen für das Compliance-Programm ziehen zu können. Besonderer Handlungsbedarf ist gegeben, wenn Wiederholungsfälle oder systemimmanente Verstöße vorliegen.<sup>334</sup>

#### **2.2.6. Erfolgs- und Effizienzmessung**

Die Ein- und Durchführung eines Compliance-Programmes sind für ein Unternehmen mit erheblichen Kosten verbunden. Insofern ist es verwunderlich, dass die Frage der Messbarkeit des Erfolges bzw. der Effizienz von Compliance-Programmen in der Literatur bisher weitgehend unbehandelt geblieben ist.<sup>335</sup> Compliance befindet sich in einem prinzipiellen Spannungsfeld zwischen Effektivität und Effizienz. Nach dem Wirtschaftlichkeitsprinzip ist damit von einem Compliance-Programm zu fordern, dass mit den gegebenen Mitteln die größtmögliche Wirkung (Maximalprinzip) und ein bestimmtes Ergebnis mit den geringstmöglichen Mitteln (Minimalprinzip) zu erreichen sind.<sup>336</sup> Die Einführung von Compliance-Programmen kann auch zu einer Vereinheitlichung innerbetrieblicher Prozesse und Standardisierung gewachsener Strukturen führen, wodurch die Kosten für Compliance deutlich reduziert werden können.<sup>337</sup>

Auf den ersten Blick würde es am einfachsten erscheinen, die Anzahl der durch die Compliance-Organisation aufgedeckten Verstöße gegen Gesetze oder innerbetriebliche Richtlinien als Bewertungsmaßstab für den Erfolg bzw. die Effizienz von Compliance-Programmen heranzuziehen. Dieser Ansatz wird als verfehlt kritisiert, weil das Ziel der Compliance-Anstrengungen dessen

---

<sup>333</sup> Rodewald/Unger, BB 2006, 116.

<sup>334</sup> Rodewald/Unger, BB 2007, 1635.

<sup>335</sup> Lösler, WM 2007, 676.

<sup>336</sup> Bergmoser/Theusinger/Gushurst, BB 2008, Special zu Heft 25, 6.

<sup>337</sup> Vgl. Bergmoser/Theusinger/Gushurst, BB 2008, Special zu Heft 25, 9.

Gegenteil sei, nämlich dass es im Unternehmen zu keinerlei Regelverstößen mehr kommt.<sup>338</sup> Obwohl dieser Kritik zwar prinzipiell zuzustimmen ist, bedarf sie einer entscheidenden Relativierung. Ein Compliance-Programm begreift regelkonformes Verhalten aller Unternehmensangehörigen als angestrebten Idealzustand und nicht als gegenwärtige Unternehmensrealität. Logische Konsequenz daraus ist, dass Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen einen wichtigen Teilbereich eines Compliance-Programmes darstellen. Somit ist zutreffender Weise die Aufdeckung von Fehlverhalten als einer von mehreren Faktoren in die Erfolgs- bzw. Effizienzbewertung aufzunehmen.

Um den Erfolg bzw. die Effizienz eines Compliance-Programms messen zu können, ist ein breiter Ansatz zu wählen, wobei die Gütekriterien für die Bewertung direkt aus den Funktionen von Compliance-Programmen ableitbar sind.<sup>339</sup> Unter Heranziehung verschiedener quantitativer und qualitativer Faktoren ist sowohl eine funktionsbezogene Einzelbewertung als auch eine Gesamtbewertung möglich. Zu den qualitativen Faktoren zählen unter anderem die Akzeptanz für Compliance im Unternehmen, die Vollständigkeit von Compliance-Meldungen, die Aufnahme compliance-relevanter Themen in die betrieblichen Ausbildungsangebote,<sup>340</sup> die Intensität der Einbindung der Compliance-Abteilung bei der Entwicklung neuer Produkte,<sup>341</sup> oder die Außenwahrnehmung der Compliance-Anstrengungen durch Aktionäre, Geschäftspartner und Behörden. Zu den quantitativen Faktoren zählen unter anderem die Anzahl an Beschwerden, die Zeitspanne für deren Bearbeitung und Problemlösung, die Anzahl gemeldeter bzw. entdeckter Regelverstöße und die durchschnittliche Zeitspanne für die Aufklärung eines Vorwurfs des Insiderhandels.<sup>342</sup> Unter den quantitativen Kriterien nimmt die Überprüfung des Compliance-Programmes anhand von Marktstandards eine besondere Stellung ein. Dabei werden quantitative Größen wie die Anzahl der Compliance-Mitarbeiter<sup>343</sup> oder die Schulungsfrequenz pro Mitarbeiter mit jenen anderer Unternehmen mit ähnlicher Größe und Gefährdungsneigung verglichen.

Eine praxisrelevante Option zur Überprüfung der Compliance-Maßnahmen sind sogenannte *compliance audits* und *mock dawn raids* die idR von externen Beratern wie Rechtsanwälten oder

---

<sup>338</sup> Vgl. Eisele in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch<sup>2</sup> III § 109 Rn 63.

<sup>339</sup> Bergmoser/Theusinger/Gushurst, BB 2008, Special zu Heft 25, 6.

<sup>340</sup> Eisele in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch<sup>2</sup> III § 109 Rn 62.

<sup>341</sup> Lösler, WM 2007, 677.

<sup>342</sup> Eisele in Schimansky/Bunte/Lwowski, Bankrechts-Handbuch<sup>2</sup> III § 109 Rn 63.

<sup>343</sup> Beispielsweise hat sich im Investmentbanking das Verhältnis von 1 Compliance-Mitarbeiter auf 100 Mitarbeitern als Marktstandard etabliert. Lösler, WM 2007, 677.

Wirtschaftsprüfern durchgeführt werden.<sup>344</sup> *Compliance audits* dienen der Ermittlung bestehender Risiken und der Analyse der Effektivität und Adäquanz der eingeführten Compliance-Maßnahmen. Im Rahmen dieser Prüfungen wird systematisch untersucht, ob die für einen bestimmten Rechtsbereich oder für einen Bereich des Unternehmens geltenden Regeln eingehalten werden. Obwohl die Kosten für ein *compliance audit* je nach Prüfungsumfang beträchtlich sein können, machen sie sich bezahlt, weil sie nur einen Bruchteil des finanziellen und zeitlichen Aufwands sowie sonstiger materieller und immaterieller Nachteile darstellen, die im Zuge behördlicher Ermittlungen anfallen.<sup>345</sup> Bei *mock down raids* simulieren externe Berater beispielsweise eine Hausdurchsuchung durch eine Behörde, wodurch das Verhalten der Mitarbeiter analysiert und die Einhaltung der Compliance-Vorschriften überprüft werden kann.<sup>346</sup>

Die Ergebnisse einer Compliance-Evaluierung können nicht nur unternehmensintern zur allfälligen Anpassung und Weiterentwicklung des Compliance-Programmes verwendet, sondern auch der Öffentlichkeit zugänglich gemacht werden, wie das bei Corporate Governance Evaluierungen schon heute Praxis ist.<sup>347</sup>

### 2.3. Corporate Governance

Die beiden Begriffe Compliance und Corporate Governance sind in den letzten Jahren inflationär gebraucht worden, worunter das Begriffsverständnis gelitten hat. Compliance ist als ein wesentlicher Baustein einer guten Corporate Governance zu begreifen, weil damit regelkonformes Verhalten eines Unternehmens und der Unternehmensangehörigen sichergestellt werden soll. Anders ausgedrückt ist Compliance als ein wichtiges Werkzeug der Geschäftsleitung bei der Umsetzung der Corporate Governance im Unternehmensalltag zu verstehen.<sup>348</sup>

---

<sup>344</sup> Kremer/Klahold, ZGR 2010, 132; Göpfert/Merten/Siegrist, NJW 2008, 1709; Rodewald/Unger, BB 2006, 116; Lampert, BB 2002, 2242.

<sup>345</sup> Wybitul, BB 2009, 611.

<sup>346</sup> Vgl. Urlsberger/Haid, Compliance Programme, *ecolex* 2007, 363 (364); Lampert, BB 2002, 2242.

<sup>347</sup> Gemäß R-Regel 62 ÖCGK sollen börsennotierte Gesellschaften die Einhaltung der C- und R-Regeln des Kodex regelmäßig, mindestens alle drei Jahre durch eine externe Institution evaluieren lassen und die Ergebnisse dieser Prüfung im Corporate Governance Bericht darlegen. Mittlerweile hat es sich zum Standard entwickelt, zumindest eine Zusammenfassung der Prüfungsergebnisse auf der Website des Unternehmens zu veröffentlichen. Durch die Veröffentlichung der Evaluierung kann die Geschäftsleitung abermals ihr *commitment* gegenüber den Aktionären und dem Kapitalmarkt gezielt kommunizieren.

<sup>348</sup> Vgl. Moringner/Haumer in Thanner/Soyer/Hözl, Kronzeugenprogramme 103.

Die nachhaltige Veränderung der Wirtschaft seit Anfang des 20. Jahrhunderts führte dazu, dass die ältere aktienrechtliche Diskussion über das Verhältnis zwischen Kapital und Arbeit von der jüngeren Diskussion über die Stellung des Aktionärs abgelöst wurde.<sup>349</sup> Hierbei kommt dem 1932 von *Berle* und *Means* veröffentlichten Buch *The Modern Corporation and Private Property*<sup>350</sup> besondere Bedeutung zu, in dem die Trennung zwischen Geschäftsleitung (*control*) und Gesellschaftern (*ownership*) bei Publikumsgesellschaften und die damit verbundenen Interessenskonflikte in den Mittelpunkt der Betrachtung gerückt wurden.

Es gibt keine allgemein anerkannte Definition von Corporate Governance.<sup>351</sup> Für die Zwecke dieser Arbeit wird daher auf die von *Haberer* vorgeschlagene Definition zurückgegriffen. Demnach befasst sich „*Corporate Governance* [...] mit der rechtlichen Ausgestaltung einer insbesondere betriebswirtschaftlichen optimalen Unternehmensleitung und Unternehmenskontrolle.“<sup>352</sup>

Das Gesellschaftsrecht hat ein allgemeines Gerüst für die Organisation und Leitung von Gesellschaften bereitgestellt, das in der Praxis einer Konkretisierung bedarf.<sup>353</sup> Um diese Lücken zu füllen, wurden von verschiedenen Initiativen Regelwerke erarbeitet, die über das positive Recht hinaus Handlungsempfehlungen abgeben und sich primär an börsennotierte Aktiengesellschaften wenden.<sup>354</sup> Besonderen Einfluss auf die Entwicklung von Corporate Governance Kodizes haben die 1994 vom American Law Institute herausgegebenen Principles of Corporate Governance<sup>355</sup> und die 1999 von der Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD) beschlossenen Principles of Corporate Governance<sup>356</sup> ausgeübt. Die Kodices sehen typischerweise vor, dass Unternehmen, die sich ihren Regeln unterworfen haben, die Nichtbefolgung von Cor-

---

<sup>349</sup> *Roth/Büchtele*, Corporate Governance: Gesetz und Selbstverpflichtung, in *Büchele/Mildner/Murschitz/Roth/Wörle*, Corporate Governance in Deutschland und Österreich (2006) 1 (7f).

<sup>350</sup> *Berle/Means*, *The Modern Corporation and Private Property* (1932).

<sup>351</sup> Zu verschiedenen Definitionsversuchen siehe *Haberer*, Corporate Governance 1ff.

<sup>352</sup> *Haberer*, Corporate Governance 3. Die von *Haberer* vorgeschlagene Definition steht im Einklang mit dem breiten europäischen Begriffsverständnis, das über den *principal-agent* Konflikt und den Schutz der Minderheitsgesellschafter, die die US-amerikanische Corporate Governance Debatte dominieren, hinausgeht. Vgl. *Hart*, Corporate Governance: Some Theory and Implications, 105 *The Economic Journal* 678 (1995); *Wackerbarth*, Investorvertrauen und Corporate Governance, ZGR 2005, 686 (704ff).

<sup>353</sup> Vgl. zur ansatzweisen Regelung von Interessenskonflikten *Kort*, Interessenkonflikte bei Organmitgliedern der AG, ZIP 2008, 717.

<sup>354</sup> Vgl. Präambel des DCGK idF 26.5.2010; *Hausmaninger/Kletter/Burger*, Corporate Governance (2003) 21. Seit der Novelle 2009 empfiehlt der Österreichische Corporate Governance Kodex auch allen nicht börsennotierten österreichischen Aktiengesellschaften die Einhaltung der Corporate Governance Vorschriften, soweit diese auf die betreffenden Gesellschaften anwendbar sind.

<sup>355</sup> *American Law Institute*, Principles of Corporate Governance (1994).

<sup>356</sup> *OECD*, Principles of Corporate Governance (1999).

porate Governance Empfehlungen öffentlich erklären und begründen müssen (*comply or explain*).

Hinter der in den 1990ern auf Kontinentaleuropa übergreifenden Diskussion über Corporate Governance stand der Wettbewerb börsennotierter Unternehmen um Kapital von anglo-amerikanischen institutionellen Anlegern, die großen Wert auf die Einhaltung international vergleichbarer Standards der Unternehmensführung und -kontrolle legten.<sup>357</sup> Dementsprechend verwundert es nicht, dass der DCGK, auch das Ziel verfolgte, internationale Investoren mit dem dualistischen Leitungssystem des deutschen Aktienrechts vertraut zu machen.<sup>358</sup>

In Kontinentaleuropa wurde die Corporate Governance Diskussion mitunter mit Skepsis aufgenommen.<sup>359</sup> Tatsächlich ist die Debatte über Unternehmenskontrolle und –führung in Kontinentaleuropa nicht neu, sondern wurde bereits im späten 19. Jahrhundert geführt.<sup>360</sup> Nichtsdestotrotz unterscheidet sich die gegenwärtige Corporate Governance Diskussion von früheren Debatten, weil einerseits die Rolle des Gesetzgebers nicht mehr als alleiniger Reformers der realen Unternehmensverfassung begriffen wird und andererseits der Blickwinkel der Debatte über das positive Recht hinausgeht. Somit liegt die entscheidende Neuheit an der Corporate Governance Diskussion in ihrer Interdisziplinarität, vor allem der Miteinbeziehung einer betriebswirtschaftlichen Perspektive.<sup>361</sup>

Obwohl eine Debatte über Unternehmenskontrolle und –führung in Kontinentaleuropa bereits im späten 19. Jahrhundert geführt worden war,<sup>362</sup> wurde die in den 1990ern von den USA auf Europa übergreifende Corporate Governance Diskussion mitunter mit Skepsis aufgenommen.<sup>363</sup> Der ältere Ansatz unterschied sich jedoch vom Neueren, der einerseits den Gesetzgeber nicht mehr als alleinigen Reformers der realen Unternehmensverfassung begriff und dessen Blickwinkel an-

<sup>357</sup> Fischer zu Cramburg in *Heidel*, Aktienrecht Kap Deutscher Corporate Governance Kodex Rn 1.

<sup>358</sup> Ulmer, Der Deutsche Corporate Governance Kodex – ein neues Regulierungsinstrument für börsennotierte Aktiengesellschaften, ZHR 2002, 150 (153).

<sup>359</sup> Krejci, Braucht Österreich einen Corporate Governance Kodex? VR 2002, 145 (145). Die von Krejci geäußerte Kritik mag insofern gerechtfertigt sein, als Corporate Governance mangels allgemein anerkannter Definition und aufgrund des inflationären Gebrauchs zum Modewort wurde. Vgl. Haberer, The Road Ahead: Zur Zukunft des europäischen Gesellschaftsrechts, GesRZ 2003, 211 (213).

<sup>360</sup> Zechner, Aspekte der aktuellen Corporate Finance Diskussion: Konflikte und Lösungen zwischen Mehrheits- und Minderheitsgesellschaftern, in Doralt/Kalss, Franz Klein – Vorreiter des modernen Aktien- und GmbH-Rechts (2004) 75 (75); U. Schneider, Corporate Governance und Kapitalmarkt, ÖBA 2001, 275.

<sup>361</sup> Haberer, Corporate Governance 311.

<sup>362</sup> Zechner in Doralt/Kalss, Franz Klein 75; U. Schneider, ÖBA 2001, 275.

<sup>363</sup> Vgl. Krejci, VR 2002, 145.

dererseits über das positive Recht hinausging. Seine entscheidende Neuheit liegt somit in seiner Interdisziplinarität, vor allem in der Miteinbeziehung einer betriebswirtschaftlichen Betrachtungsweise.<sup>364</sup> Aufgrund des Wettbewerbs börsennotierter Unternehmen um Kapital anglo-amerikanischer institutioneller Anleger, die großen Wert auf die Einhaltung international vergleichbarer Standards der Unternehmensführung und –kontrolle legen,<sup>365</sup> konnte sich Kontinentaleuropa dieses Perspektivenwechsels jedoch schlussendlich nicht entziehen. So verwundert es nicht, dass etwa der DCGK auch das Ziel verfolgte, internationale Investoren mit dem dualistischen Leitungssystem des deutschen Aktienrechts vertraut zu machen.<sup>366</sup>

Der führungssystemübergreifende, rechtsvergleichende<sup>367</sup> und interdisziplinäre Ansatz der Corporate Governance Diskussion ermöglicht es somit, nicht nur rechtliche Gesichtspunkte, sondern auch faktische Gegebenheiten zu betrachten, um allgemeine Grundlagen einer erfolgsorientierten Geschäftsleitung und verantwortlichen Unternehmensüberwachung zu erforschen.<sup>368</sup>

### 2.3.1. Konvergenz von Corporate Governance Systemen?

Im Zuge der Corporate Governance Diskussion wurde eingehend die grenzüberschreitende Übernahme von Corporate Governance Grundsätzen diskutiert. Kulturelle, gesellschaftliche, soziale und rechtliche Faktoren haben zur Herausbildung jeweils spezifischer Corporate Governance Modelle in den einzelnen Staaten geführt.<sup>369</sup> Trotz einer tendenziellen Konvergenz von dualistischem und monistischem Leitungssystem auf internationaler Ebene, würde daher nach *Haberer* bereits ein einheitlicher europäischer Corporate Governance Kodex Gefahr laufen, bloß ein kleinster gemeinsamer Nenner zu werden, dem spezifische Impulse für gute Corporate Governance fehlen.<sup>370</sup>

Die unterschiedlichen wirtschaftlichen Gegebenheiten in einerseits Österreich und Deutschland und andererseits den USA sind augenscheinlich. Die USA weisen ein marktdominiertes Finanz-

---

<sup>364</sup> *Haberer*, Corporate Governance 311.

<sup>365</sup> *Fischer zu Cramburg in Heidel*, Aktienrecht Kap Deutscher Corporate Governance Kodex Rn 1.

<sup>366</sup> *Ulmer*, ZHR 2002, 153.

<sup>367</sup> *Roth/Büchtele in Büchele/Mildner/Murschitz/Roth/Wörle*, Corporate Governance in Deutschland und Österreich 3.

<sup>368</sup> *U. Schneider*, ÖBA 2001, 275.

<sup>369</sup> *U. Schneider*, ÖBA 2001, 276.

<sup>370</sup> *Haberer*, GesRZ 2003, 216. So zeigt etwa das nationale Aktienrecht der EU-Mitgliedsstaaten keine überwiegende Präferenz hinsichtlich monistischer oder dualistischer Leitungssysteme. *Reich-Rohrwig*, *Societas Europaea* (2006) 259.

system auf, jenes in Deutschland und Österreich ist bankdominiert.<sup>371</sup> Der deutsche und österreichische Kapitalmarkt sind von Groß- und Mehrheitsaktionären geprägt,<sup>372</sup> während bei US-amerikanischen Unternehmen ein großer Anteil an Streubesitzaktionären gegeben ist.<sup>373</sup> Die USA sind ein Paradebeispiel für ein marktorientiertes Corporate Governance System,<sup>374</sup> das den *shareholder value* Ansatz favorisiert, welcher die Wertsteigerung des Eigenkapitals zum obersten Ziel erklärt.<sup>375</sup> Dem gegenüber gehen das österreichische und deutsche Aktienrecht von einem *stakeholder* Ansatz aus.<sup>376</sup> Hierbei soll das Handeln des Vorstands auch die Interessen der Arbeitnehmer, Gläubiger, Kunden und der Öffentlichkeit mit einbeziehen.<sup>377</sup>

Nicht nur das Finanzsystem, sondern auch das Aktienrecht ist von Unterschieden geprägt. Während US-amerikanische Aktiengesellschaften ein monistisches Leitungssystem aufweisen, ist das dualistische Leitungssystem für österreichische und deutsche Aktiengesellschaften charakteristisch.<sup>378</sup> Das monistische System setzt auf die effizientere Überwachung der Mitglieder der Geschäftsleitung (*director*) durch die Verwaltungsratsmitglieder (*officer*) und entschärft den *principal-agent* Konflikt durch eine starke rechtliche Stellung des Aktionärs.<sup>379</sup> Der Vorteil des dualistischen Systems liegt hingegen in der mittelbaren Interessensvertretung der Aktionäre durch den Aufsichtsrat gegenüber dem Vorstand.<sup>380</sup>

Aufgrund dieser unterschiedlichen wirtschaftlichen Grundlagen und rechtlichen Gegebenheiten, ist eine unkritische Übertragung von US-amerikanischen Corporate Governance Modellen auf Österreich und Deutschland nicht möglich. Demgegenüber steht jedoch der Anwendung allgemeiner, international anerkannter Corporate Governance Grundsätze auf die tatsächlichen Schwächen<sup>381</sup> eines bestimmten nationalen Aktienrechts nichts entgegen.

<sup>371</sup> Hellwig, Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Finanzsystems, in *Obst/Hintner*, Geld-, Bank- und Börsenwesen<sup>40</sup> (2000) 3 (32).

<sup>372</sup> Wackerbarth, ZGR 2005, 695.

<sup>373</sup> Hart, Corporate Governance: Some Theory and Implications, 105 *The Economic Journal* 678, 680 (1995).

<sup>374</sup> Haberer, Corporate Governance 7f.

<sup>375</sup> Hausmaninger/Kletter/Burger, Corporate Governance 10.

<sup>376</sup> Haberer, Corporate Governance 266.

<sup>377</sup> Strasser in *Jabornegg/Strasser*, Kommentar zum Aktiengesetz<sup>5</sup> (2010) § 70 Rz 19; Ziffer 4.1.1 DCGK.

<sup>378</sup> Seit 2004 bieten auch das österreichische und deutsche Recht mit der *Societas Europaea* eine Rechtsform an, die ein monistisches Führungssystem aufweisen kann.

<sup>379</sup> Beispielsweise sind das Recht der Aktionäre, im Namen der Gesellschaft die Geschäftsleitung und die Verwaltungsratsmitglieder gemäß § 327 Delaware General Corporation Law zu klagen (*derivative suit*), oder die Kompetenz der Aktionäre börsennotierter Gesellschaften, über das Gehalt der Geschäftsleitung in der Hauptversammlung abzustimmen, zu nennen. Vgl. SEC, Release Nos. 33-9178, 34-63768, 76 Fed. Reg. 6010 (Jan. 25, 2011).

<sup>380</sup> Ulmer, ZHR 2002, 181.

<sup>381</sup> In Österreich und Deutschland sind dies nach hL die mangelnde Transparenz der Unternehmensführung und -kontrolle, die mangelnde Wahrung der Interessen der (Klein)Aktionäre, die mangelnde Unabhängigkeit der Auf-

### 2.3.2. Einfluss internationaler Standards

Aufgrund des rechtsvergleichenden Charakters der Corporate Governance Debatte haben internationale Einflüsse die nationalen Entwicklungen von Corporate Governance Standards geprägt. So hatten beispielsweise für den ÖCGK die OECD Principles, der DCGK und die Arbeiten der hochrangigen Expertengruppe der Europäischen Union<sup>382</sup> Vorbildfunktion.<sup>383</sup>

Auch von Seiten institutioneller Anleger wird wie bereits erläutert großer Wert auf international anerkannte Corporate Governance Standards gelegt. In der Praxis orientieren sich institutionelle Anleger aufgrund ihrer praktischen Relevanz oftmals an US-amerikanischen Standards und beurteilen fremde Kapitalmärkte nach diesen.<sup>384</sup> Zum Teil üben institutionelle Anleger wie das California Public Employees' Retirement System (CalPERS), der Pensionsfonds der Angestellten des Bundesstaats Kalifornien, der mit Investments in der Höhe von 239,2 Milliarden USD<sup>385</sup> zu den größten institutionellen Investoren zählt, nicht nur intern sondern auch öffentlichkeitswirksam Druck auf Unternehmen aus. CalPERS hat drei Corporate Governance Richtlinien veröffentlicht,<sup>386</sup> die alle die Einhaltung grundlegender Corporate Governance Prinzipien einfordern.<sup>387</sup> Anhand dieser werden Unternehmen, an denen CalPERS beteiligt ist, beurteilt und gegebenenfalls öffentlich gerügt.<sup>388</sup> Neben der direkten Einflussnahme durch institutionelle Anleger kommt auch Corporate Governance Ratings, die die Corporate Governance Strukturen börsennotierter

---

sichtsräte und Abschlussprüfer und der unzureichende Informationsfluss zwischen Vorstand und Aufsichtsrat. Vgl. *Roth/Wörle*, Die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats – Recht und Wirklichkeit, ZGR 2004, 565; *Miles*, The German Corporate Governance Code: What implications? Business Law Review 2002, 140; *Ulmer*, ZHR 2002, 154; *Lutter*, Vergleichende Corporate Governance – Die deutsche Sicht, ZGR 2001, 224 (227ff).

<sup>382</sup> 2001 wurde die hochrangige Gruppe von Experten auf dem Gebiet des Gesellschaftsrechts von der Europäischen Kommission eingesetzt, um Empfehlungen für die Modernisierung des europäischen Gesellschaftsrechts auszuarbeiten.

<sup>383</sup> *Hausmaninger/Kletter/Burger*, Corporate Governance 32.

<sup>384</sup> *K. Weber*, Insiderrecht und Kapitalmarktschutz: Haftungstheorien im U.S.-amerikanischen, europäischen und deutschen Recht (1999) 161.

<sup>385</sup> Stand zum 30. April 2011. *CalPERS*, Facts at a glance: investment (2011), <http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/facts/investments.pdf> (15.08.2011).

<sup>386</sup> Die *Domestic Principles of Accountable Corporate Governance* wenden sich an US-amerikanische Unternehmen und ausländische Unternehmen, die an US-Börsen notieren. Für ausländische Unternehmen wurden die *International Principles of Accountable Corporate Governance* und die *Emerging Markets Principles of Accountable Corporate Governance* erstellt.

<sup>387</sup> „However, CalPERS does believe the criteria contained in the Core Principles can be adopted by companies across all markets - from developed to emerging – in order to establish the foundation for achieving long-term sustainable investment returns through accountable corporate governance structures.“ *CalPERS*, Global Principles of Accountable Corporate Governance, <http://www.calpers-governance.org/principles/docs/2008-8-18-global-principles-accountable-corp-gov-final.pdf> (15.08.2011).

<sup>388</sup> CalPERS veröffentlicht auf seiner Homepage jährlich eine Liste an Unternehmen, deren wirtschaftliche Entwicklung und Corporate Governance Standards beanstandet werden. *CalPERS*, Reform Focus List, <http://www.calpers-governance.org/alert/focus/default.asp> (15.08.2011).

Gesellschaften analysieren und bewerten, Bedeutung zu.<sup>389</sup> Die Veröffentlichung einer negativen Beurteilung in einem solchen Rating kann ein Reputationsrisiko für eine börsennotierte Gesellschaft darstellen.

### 2.3.3. Erfolgsmessung von Corporate Governance

Nach hM wird die Nichtbefolgung von Corporate Governance Standards durch den Kapitalmarkt abgestraft, weshalb börsennotierte Gesellschaften dazu tendieren, diese freiwillig zu befolgen.<sup>390</sup> Voraussetzung für das Bestehen dieser Kontrollfunktion ist jedoch, dass es sich um einen effektiv funktionierenden Kapitalmarkt handelt, der tatsächlich Einfluss auf das Handeln börsennotierter Gesellschaften ausüben kann, weil sich diese zum Großteil über ihn finanzieren.<sup>391</sup>

Ob und inwiefern gute Corporate Governance eine positive Auswirkung auf den Börsenkurs hat, welche Bedeutung einzelnen Corporate Governance Merkmalen zusteht, und ob diese international vergleichbar sind, ist umstritten. Nach *Zechner* gibt es eine signifikante Korrelation zwischen guter Corporate Governance des Emittenten und dessen Aktienrenditen.<sup>392</sup> Im Gegensatz dazu hat eine empirische Untersuchung der im Prime Standard der Deutschen Börse notierten Gesellschaften mit Sitz in Deutschland keinen Zusammenhang zwischen der Nichtbefolgung von *comply or explain* Regeln und der Börsenkursentwicklung festgestellt.<sup>393</sup> Zu einem ähnlichen Ergebnis gelangte eine niederländische Studie, die die Corporate Governance Praktiken der an der Euronext Amsterdam notierten Unternehmen analysiert hat. Dabei wurde festgestellt, dass eine Selbstregulierung ohne effektive Mitspracherechte der Aktionäre oder andere externe Durchsetzungsmöglichkeiten kaum erfolgreich sein kann.<sup>394</sup>

Diese widersprüchlichen Ergebnisse empirischer Studien werden von *Nowak/Rott/Mahr* auf unterschiedliche Anlegerschutzstandards und Rechtsdurchsetzungsmöglichkeiten für Minderheitsaktionäre zurückgeführt.<sup>395</sup> Liquide Märkte hängen demnach nicht nur vom Anlegervertrauen, sondern auch von der Rechtsstellung und dem Schutz der Minderheitsaktionäre ab.<sup>396</sup> Ein hohes

<sup>389</sup> *Prigge/Offen*, Über den Nutzen von Corporate-Governance-Ratings für Aktionäre, ZBB 2007, 89 (90).

<sup>390</sup> Zusammenfassend *Nowak/Rott/Mahr*, Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt? ZGR 2005, 252 (259f).

<sup>391</sup> Zweifelnd ob der deutsche Kapitalmarkt liquide genug sei, um effektiven Druck auszuüben *Wackerbarth*, ZGR 2005, 688ff.

<sup>392</sup> *Zechner* in *Doralt/Kalss*, Franz Klein 78. So auch für die Börsenkursentwicklung *Prigge/Offen*, ZBB 2007, 91f.

<sup>393</sup> *Nowak/Rott/Mahr*, ZGR 2005, 252.

<sup>394</sup> *Jong/DeJong/Mertensa/Wasley*, The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from The Netherlands, 11 *Journal of Corporate Finance* 473 (2005).

<sup>395</sup> *Nowak/Rott/Mahr*, ZGR 2005, 265.

<sup>396</sup> *Wackerbarth*, ZGR 2005, 724.

Schutzniveau für Anleger wirkt sich nach hM positiv auf den Börsenkurs eines Unternehmens aus, führt zu mehr Publikumsgesellschaften und reduziert die Macht von Großaktionären.<sup>397</sup>

### 2.3.4. Cross-Listings und Corporate Governance

Die Liberalisierung der Kapitalmärkte in den 1990ern hat zu einer rasanten Zunahme bei Cross-Listings geführt.<sup>398</sup> Von dieser Entwicklung haben die US-amerikanischen Börsen in besonderem Maße profitiert. Während Anfang der 1990er Jahre lediglich 5% aller an der New York Stock Exchange (NYSE) gelisteten Unternehmen aus dem Ausland stammten, waren es 2002 bereits 17%.<sup>399</sup>

Durch ein Cross-Listing nimmt der Emittent zusätzliche und höhere Corporate Governance- und Publizitätsstandards in Kauf. Der damit verbundene Aufwand wird aus Sicht der Emittenten dadurch gerechtfertigt, dass durch das Cross-Listing ein liquider Kapitalmarkt und neue Aktionärskreise erschlossen werden können.<sup>400</sup> Darüber hinaus übt die rechtliche Stellung der Aktionäre einen starken Einfluss auf diese Entscheidung aus, weil Kapitalmärkte mit einem hohen Schutzniveau über einen weiter entwickelten Kapitalmarkt verfügen. Daher wirken diese Kapitalmärkte anziehend auf jene Unternehmen, die großen Finanzierungsbedarf haben, oder die die Liquidität ihrer Aktien fördern wollen. Bei Unternehmen mit einem starken Kernaktionär können durch ein Cross-Listing Minderheitsaktionären weitere Rechte zugestanden werden, wodurch diese an das Unternehmen gebunden werden sollen.<sup>401</sup>

Schlussendlich würden diese positiven Effekte die nicht unerheblichen Kosten eines Cross Listings rechtfertigen. Diese Kosten werden insbesondere durch die Organisations-, Publizitäts- und Transparenzpflichten bestimmt, die Emittenten durch das Kapitalmarktrecht auferlegt werden. Die Einführung des Sarbanes-Oxley Act of 2002 (SOA)<sup>402</sup> hat eindrucksvoll gezeigt, dass ein zu hohes Maß an Regulierung die Vorteile aus einem Cross-Listing jedoch übertreffen kann und

---

<sup>397</sup> Zechner in Doralt/Kalss, Franz Klein 82f; La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny, Investor Protection and Corporate Valuation, 57 The Journal of Finance 1147, 1166-1168 (2002); La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer, Corporate Ownership around the World, 54 The Journal of Finance 471, 511-513 (1999).

<sup>398</sup> Abdallah/Goergen, Does corporate control determine the cross-listing location? 14 Journal of Corporate Finance 183 (2008).

<sup>399</sup> Coffee, Racing towards the Top? The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance, 102 Columbia Law Review 1757, 1771 (2002).

<sup>400</sup> Wackerbarth, ZGR 2005, 701; Soderquist/Gabaldon, Securities Regulation<sup>4</sup> (1999) 689.

<sup>401</sup> Abdallah/Goergen, Does corporate control determine the cross-listing location? 14 Journal of Corporate Finance 183, 195 (2008); Coffee, Racing towards the Top? The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance, 102 Columbia Law Review 1757, 1771-1772 (2002).

<sup>402</sup> Sarbanes-Oxley Act of 2002, Pub. L. No. 107-204, 116 Stat 745 (2002).

folglich zu einem Rückzug ausländischer Emittenten führt. Insbesondere Emittenten aus europäischen Ländern,<sup>403</sup> also Staaten mit einer bereits starken Regulierung und einem hohen Schutzniveau für Anleger, hatten daraufhin ein Cross-Listing in den USA nämlich in Frage gestellt.<sup>404</sup>

### 2.3.5. Von der freiwilligen Selbstregulierung zur gesetzlichen Anerkennung

Eine der bedeutendsten Gemeinsamkeiten der unterschiedlichen Corporate Governance Kodizes ist, dass diese auf dem Prinzip der freiwilligen Selbstregulierung basieren. Dieses Prinzip stammt aus dem angloamerikanischen Rechtskreis und ist als Reaktion auf Unternehmensskandale zu sehen, die sich aufgrund fehlender gesetzlicher Regulierung ergeben hatten.<sup>405</sup> Corporate Governance Kodizes wurden auch als *soft law*<sup>406</sup> charakterisiert, weil diesen zwar keinerlei Gesetzeskraft, in der Praxis aber ausreichend Autorität zukommt, um das Verhalten von Unternehmen zu beeinflussen. Dies würde schlussendlich dazu führen, dass Unternehmen angemessene Maßnahmen treffen würden, während eine Intervention des Gesetzgebers die Gefahr birgt, den Unternehmen rigide und unflexible Maßnahmen aufzubürden.<sup>407</sup>

Das Prinzip der freiwilligen Selbstregulierung war zu Beginn der Corporate Governance Diskussion in Kontinentaleuropa heftiger Kritik ausgesetzt. Einerseits wurde auf die bisherigen negativen Erfahrungen mit freiwilligen Regulierungsversuchen hingewiesen.<sup>408</sup> Stellvertretend kann hierfür auf den gescheiterten Versuch, Insiderhandel durch freiwillige Selbstverpflichtung zu bekämpfen, verwiesen werden.<sup>409</sup> Andererseits wurde vorgebracht, dass jene Unternehmen, die sich schon nicht um die Einhaltung von Gesetzen kümmern, sich erst Recht nicht um die Einhaltung von Corporate Governance Kodizes kümmern würden.<sup>410</sup>

<sup>403</sup> Dieser negative Effekt trat sowohl bei europäischen Emittenten aus *common law* als auch *civil law* Staaten auf. Litvak, The effect of the Sarbanes-Oxley act on non-US companies cross-listed in the US, 13 Journal of Corporate Finance 195, 215 (2007).

<sup>404</sup> Litvak, Sarbanes-Oxley and the cross-listing premium, 105 Michigan Law Review 1857, 1858-1859 (2007). Aufgrund der starken Regulierung streben auch vermehrt US-amerikanische Emittenten ein Auslandslisting an. Soderquist/Gabaldon, Securities Regulation<sup>4</sup> 689.

<sup>405</sup> Berg/Stöcker, Anwendungs- und Haftungsfragen zum Deutschen Corporate Governance Kodex, WM 2002, 1569 (1569).

<sup>406</sup> „Soft law is the expression commonly used to describe codes of conduct, rules, guidance, statements of approved practice, etc that emanate from various agencies, associations and other institutions and have sufficient authority in the market to influence participants' and their advisors' responses to legal and other questions, and, possibly, to influence the courts do not in themselves constitute 'law' (ie do not have the force or statute of law, such as case law, regulation, or statute – the latter being known in this context as 'hard law')." McCormick, Legal Risk in the Financial Markets 145.

<sup>407</sup> Hart, Corporate Governance: Some Theory and Implications, 105 The Economic Journal 678-689 (1995).

<sup>408</sup> Vgl. Roth/Bücheler in Bücheler/Mildner/Murschitz/Roth/Wörle, Corporate Governance in Deutschland und Österreich 12.

<sup>409</sup> Vgl. Kapitel 5.1.

<sup>410</sup> Krejci, VR 2002, 148.

Bemerkenswerterweise haben die Corporate Governance Kodizes ungeachtet des ihnen zugrunde liegenden Prinzips der freiwilligen Selbstregulierung zur Ausweitung der gesetzlichen Regulierung geführt, indem sie sich gegen den seit den 1980ern herrschenden Zeitgeist der Deregulierung stellten.<sup>411</sup> Diese Ausweitung der Regulierung verlief in drei Schritten. Erstens wurden durch die Kodizes selbst neue Regeln eingeführt, zweitens wurden diese neuen Regeln durch Börseordnungen, die die Einhaltung eines Corporate Governance Kodex als Zulassungsvoraussetzung bzw. –folgepflicht vorschrieben,<sup>412</sup> faktisch verbindlich und drittens wurden Gesetze zum Flankenschutz dieser neuen Regeln erlassen.

US-amerikanische börsennotierte Gesellschaften haben gemäß Item 407 Regulation S-K<sup>413</sup> die von ihnen angewandten Unternehmensführungspraktiken, insbesondere die Funktionsweise des Verwaltungsrats, Angaben zur Unabhängigkeit der Geschäftsleitung und die Grundsätze der Kommunikation mit Aktionären, im jährlichen Registrierungsdocument Form 10-K darzustellen und bei der SEC einzureichen. Diese Praktiken werden wiederum maßgeblich durch die Corporate Governance Standards, die den Emittenten durch die jeweilige Börseordnung vorgeschrieben werden, beeinflusst. Ausländische Emittenten, die an einer US-amerikanischen Börse notieren, haben in ihrem jährlichen Registrierungsdocument Form 20-F zusammenfassend die Unterschiede zwischen den von ihnen angewandten und jenen von US-Emittenten gemäß der jeweiligen Börseordnung angewandten Corporate Governance Standards zu erläutern.<sup>414</sup>

Deutschland nahm bei dieser rechtlichen Anerkennung eine Vorreiterrolle ein, indem seit 2002 der Vorstand und Aufsichtsrat börsennotierter Gesellschaften gesetzlich verpflichtet ist, jährlich eine Entsprechenserklärung zum DCGK abzugeben.<sup>415</sup> In Umsetzung von Art 1 Z 7 der Änderungsrichtlinie<sup>416</sup> wurde 2009 diese Pflicht dahingehend erweitert, dass eine Abweichung von Empfehlungen des DCGK zu begründen ist. Die gesetzliche Pflicht zur Abgabe Entsprechenserklärung wurde erst 2008 durch die Umsetzung der Änderungsrichtlinie ins österreichische Recht

---

<sup>411</sup> Ulmer, ZHR 2002, 178f; Roth/Büchtele in Büchtele/Mildner/Murschitz/Roth/Wörle, Corporate Governance in Deutschland und Österreich 13.

<sup>412</sup> Vgl. Wiener Börse, Regelwerk prime market (2010) 7; NYSE, Listed Company Manual (2011) § 303A.

<sup>413</sup> 17 C.F.R. § 229.402 (2010).

<sup>414</sup> Ausführlich Kapitel 6.3.1(b).

<sup>415</sup> Ausführlich Kapitel 5.3.1(b).

<sup>416</sup> RL 2006/46/EG des Europäischen Parlaments und des Rates v 14. 6. 2006 zur Änderung der RL des Rates 78/660/EWG über den Jahresabschluss von Gesellschaften bestimmter Rechtsformen, RL 83/349/EWG über den konsolidierten Abschluss, RL 86/635/EWG über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Banken und anderen Finanzinstituten und RL 91/674/EWG über den Jahresabschluss und den konsolidierten Abschluss von Versicherungsunternehmen, AB L 2006/224, 1.

eingeführt. Im jährlichen Corporate Governance Berichts von börsennotierte Gesellschaft müssen Abweichungen vom ÖCGK oder bei Gesellschaften, die an einer ausländischen Börse gelistet sind, einem an dieser Börse anerkannten Corporate Governance Kodex begründet werden.<sup>417</sup>

Diese rechtliche Anerkennung von Corporate Governance Kodizes ist aus Investorensicht durchaus zu begrüßen, weil die verpflichtend abzugebende Corporate Governance Erklärung mehr Transparenz hinsichtlich der Unternehmensführung und -kontrolle schafft.<sup>418</sup>

Darüber hinaus wird durch die rechtliche Anerkennung von Corporate Governance Kodizes auch die implizite Erwartung des Gesetzgebers ausgedrückt, dass börsennotierte Gesellschaften diese beachten sollten. Corporate Governance Kodizes sind somit zur Konkretisierung der vom Vorstand einer börsennotierten Gesellschaft anzuwendenden Sorgfalt heranzuziehen und führen zu einer Einschränkung des Ermessensspielraums. Folglich wird nach hM ein komplettes Ablehnen von Corporate Governance Empfehlungen mit der Sorgfaltspflicht des Vorstands nicht vereinbar sein.<sup>419</sup>

### 2.3.6. Verhältnis von Corporate Governance zu Compliance

Wie einleitend bereits erwähnt, stehen die Konzepte Corporate Governance und Compliance nicht unverbunden nebeneinander. Beide Begriffe entstammen der angloamerikanischen Rechtsprache und wurden seit den 1990ern verstärkt im deutschen Sprachraum rezipiert. Diese Konzepte verbindet ihr Hauptanliegen, nämlich die Einhaltung der anwendbaren (rechtlichen) Vorschriften durch das Unternehmen sicherzustellen. Jedoch wird in beiden Fällen die schlichte Einhaltung der (rechtlichen) Vorschriften nicht als Endziel der Bemühungen angesehen. Dies soll vielmehr durch eine Änderung der Unternehmens- und Organisationskultur nachhaltig gewährleistet werden.

---

<sup>417</sup> Ausführlich Kapitel 4.3.1(b).

<sup>418</sup> Vgl. *Birkner/Inetas*, Verpflichtender Corporate Governance Bericht, RdW 2008, 563 (565). In der Praxis ist jedoch festzustellen, dass die inhaltliche Qualität der Entsprechenserklärungen und die darin enthaltenen Angaben über die Befolgung von Verhaltensempfehlungen des Corporate Governance Kodex mitunter mangelhaft sind. *Steckel/Steller*, Angaben österreichischer börsennotierter Unternehmen zur Einhaltung der Regeln des ÖCGK - eine empirische Studie, RWZ 2008, 129 (135); *Seibt*, Deutscher Corporate Governance Kodex: Antworten auf Zweifelsfragen der Praxis, AG 2003, 465 (466).

<sup>419</sup> Vgl. *Nowotny* in *Doralt/Nowotny/Kalss*, Kommentar zum Aktiengesetz (2003) § 70 AktG Rz 18; *Forstinger/Jenatschek*, Konkretisierung des Sorgfaltsmaßstabes von Organwaltern durch den Corporate-Governance-Kodex, GesRZ 2003, 139 (143); *Haberer*, Corporate Governance 129; *Oltmanns* in *Heidel*, Aktienrecht § 76 AktG Rn 9.

Sowohl bei Corporate Governance als auch bei Compliance kommt den Mitgliedern der Geschäftsleitung die Vorbildfunktion zu.<sup>420</sup> Sie haben eine Unternehmenskultur zu etablieren, die darauf abzielt, dass die Handlungen des Unternehmens, der Organe und Mitarbeiter an den Werten der Ehrlichkeit, Integrität, Loyalität, Verantwortlichkeit, Fairness und Gesetzeskonformität ausgerichtet und gemessen werden.<sup>421</sup>

Trotz dieser Gemeinsamkeiten sind die Konzepte durch ihre unterschiedlichen Perspektiven getrennt: Corporate Governance nähert sich der Thematik von Seiten der Regulierer, während Compliance die Perspektive der Regulierten einnimmt.<sup>422</sup>

In der Praxis hat sich gezeigt, dass sich die Corporate Governance Diskussion auch direkt auf Compliance auswirkt. Insbesondere hat das zunehmende Bewusstsein für die Bedeutung verantwortungsbewusster Geschäftsleitung dazu geführt, dass Initiativen Kodizes über Grundsätze der ethischen Unternehmensführung erarbeitet haben. Als Beispiel hierfür kann der United Nations Global Compact genannt werden, bei dem sich Unternehmen freiwillig verpflichten, innerhalb ihres Einflussbereichs einen Katalog von Grundwerten auf dem Gebiet der Menschenrechte, der Arbeitsnormen, des Umweltschutzes und der Korruptionsbekämpfung anzuerkennen, zu unterstützen und in die Praxis umzusetzen.<sup>423</sup>

Die Bedeutung von Compliance-Programmen wurde 2005 auch von der EU Kommission in ihren unverbindlichen Corporate Governance Empfehlungen für börsennotierte Aktiengesellschaften anerkannt. Darin wird einem vom Aufsichtsrat einzurichtenden Prüfungsausschuss die Aufgabe zugewiesen, die internen Kontroll- und Risikomanagementsysteme der Gesellschaft zu überprüfen.<sup>424</sup> Die Gesetzgeber haben jedoch bisher nur sehr zögerlich Corporate Governance Empfehlungen in gesetzliche Vorschriften umgesetzt. Die österreichischen Insider-Compliance

---

<sup>420</sup> *Schwartz/Dunfee/Kline*, Tone at the Top: An Ethics Code for Directors? 58 *Journal of Business Ethics* 79, 87 (2005).

<sup>421</sup> Vgl. *Schwartz/Dunfee/Kline*, Tone at the Top: An Ethics Code for Directors? 58 *Journal of Business Ethics* 79, 91-93 (2005).

<sup>422</sup> *Hauschka* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 1 Rn 2.

<sup>423</sup> *United Nations*, Global Compact <http://www.unglobalcompact.org/aboutthegc/thetenprinciples/index.html> (15.08.2011).

<sup>424</sup> Art 4.2.1 Anhang I der Empfehlung der Kommission v 15. 2. 2005 zu den Aufgaben von nicht geschäftsführenden Direktoren/Aufsichtsratsmitgliedern/börsennotierter Gesellschaften sowie zu den Ausschüssen des Verwaltungs-/Aufsichtsrats, 2005/162/EG, AB1 L 2005/52, 61.

Vorschriften, beispielsweise die Pflicht zur Erstellung von Compliance-Richtlinien gemäß § 11 ECV, stellen hierbei eine bemerkenswerte Ausnahme dar.<sup>425</sup>

---

<sup>425</sup> Vgl. *Hausmaninger/Kletter/Burger*, Corporate Governance 3.

### 3. Europäisches Insiderrecht und Compliance

Das Insiderrecht einschließlich der damit zusammenhängenden Maßnahmen zum Flankenschutz ist europarechtlich harmonisiert. Die Kompetenz für diese Harmonisierung ergibt sich aus Art 26 AEUV, wonach die Europäische Union die erforderlichen Maßnahmen erlässt, um den Finanz- und Kapitalmarkt als Teil des Binnenmarkts zu verwirklichen und dessen Funktionieren zu gewährleisten. Das Ziel eines gemeinsamen Binnenmarkts ist gemäß Art 114 Abs 1 AEUV durch Angleichung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften der Mitgliedstaaten zu erreichen. Hinzu treten die Grundfreiheiten, insbesondere die Niederlassungs- (Art 49ff AEUV), die Kapitalverkehrs- (Art 63ff AEUV) und die Dienstleistungsfreiheit (Art 56ff AEUV), die die rechtlichen und tatsächlichen Hindernisse für die wechselseitige Durchdringung der nationalen Kapitalmärkte beseitigen sollen.<sup>426</sup>

Das europäische Kapitalmarktrecht ist ein vergleichsweise junges Rechtsgebiet. Die ersten einschlägigen Richtlinien wurden Ende der 1970er Jahre erlassen.<sup>427</sup> Die jüngere europäische Kapitalmarktgesetzgebung wurde durch das sogenannte Lamfalussy-Verfahren<sup>428</sup> geschaffen, das durch seine vierstufige Regelungstechnik eine weitgehend vollständige Harmonisierung erzielen soll.<sup>429</sup> Auf der ersten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens werden Richtlinien und Verordnungen vom Rat und dem Europäischen Parlament auf Vorschlag der Europäischen Kommission und gegebenenfalls nach Konsultation mit der Europäischen Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde (ESMA), der Nachfolgerin des Ausschusses der europäischen Wertpapierregulierungsbehörden (CESR),<sup>430</sup> und dem Europäischen Wertpapierausschuss<sup>431</sup> beschlossen. Auf der zweiten Stufe werden die auf der ersten Stufe erlassenen Rahmenvorschriften von der Europäischen Kommis-

---

<sup>426</sup> Vgl. Mülbart, WM 2001, 2088ff u 2094. Die europäische Harmonisierung hat vor allem das Marktverhaltensrecht, mit Abstrichen das Marktaufsichtsrecht und lediglich in Ansätzen das Marktorganisationsrecht erfasst. Gruber, ZFR 2006, 62.

<sup>427</sup> Gruber, ZFR 2006, 62.

<sup>428</sup> Lamfalussy, Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte (2001), [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_de.pdf) (15.08.2011).

<sup>429</sup> Während die älteren kapitalmarktrechtlichen Richtlinien auf eine Mindestharmonisierung abgezielt haben, geht der Trend nunmehr zu einer vollständigeren Harmonisierung. Vgl. Erwägungsgrund 5 der RL 79/279/EWG; Erwägungsgrund 3 der RL 93/22/EWG.

<sup>430</sup> CESR wurde mit 1.1.2011 durch ESMA ersetzt. VO (EU) 2010/1095 des Europäischen Parlaments und des Rates v 24.11.2010 zur Errichtung einer Europäischen Aufsichtsbehörde (Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde), zur Änderung des Beschlusses 716/2009/EG und zur Aufhebung des Beschlusses 2009/77/EG der Kommission, ABI L 2010/331, 84.

<sup>431</sup> Beschluss 2001/528/EG der Europäischen Kommission v 6.6.2001 zur Einsetzung des Europäischen Wertpapierausschusses, ABI L 2001/191, 45.

sion konkretisiert, indem technische Durchführungsmaßnahmen beschlossen werden. ESMA wird auf der zweiten Stufe wiederum beratend tätig. Dem Europäischen Wertpapierausschuss kommt darüber hinaus als Regelungsausschuss gemäß Komitologiebeschluss<sup>432</sup> des Rats eine Regelungskompetenz zu. Auf der dritten Stufe erarbeitet und veröffentlicht ESMA Empfehlungen zur Auslegung der auf der ersten und zweiten Stufe beschlossenen Sekundärrechtsakte, sowie Leitlinien für deren Umsetzung und Anwendung. Zwar sind diese Empfehlungen und Leitlinien rechtlich unverbindlich, jedoch wird ihnen in der Praxis eine große Bedeutung zugemessen. Auf der vierten Stufe sichern die jeweils zuständigen Aufsichtsbehörden und Gerichte der Mitgliedsstaaten die einheitliche Rechtsdurchsetzung. Hierbei kommt der Europäischen Kommission die Aufgabe zu, die Umsetzung der europäischen Rechtsvorschriften durch die Mitgliedstaaten und ihre Durchsetzung in den Mitgliedstaaten zu überwachen.

### 3.1. Entwicklung

Die Diskussion über ein Verbot von Insidergeschäften setzte in Europa erst in den 1960er Jahren ein, obwohl das Phänomen des Insiderhandels bereits seit langem bekannt gewesen war.<sup>433</sup> Es fehlte schlicht und ergreifend am Bewusstsein, dass Geschäfte unter Verwendung von Insiderinformationen verwerflich und schädlich für den Kapitalmarkt sein können. Die EG Kommission strebte eine fortschreitende Integration der Mitgliedsstaaten und die Schaffung eines Binnenmarkts an, die auch eine Harmonisierung des Kapitalmarktrechts erforderte. Der 1966 veröffentlichte Segré-Bericht<sup>434</sup> unterstrich die herausragende wirtschaftliche Bedeutung des Kapitalmarkts für die Kapitalbeschaffung von Unternehmen. Dieser sprach sich für eine Liberalisierung des Zugangs zu den nationalen Kapitalmärkten der Mitgliedsstaaten und eine europaweite Harmonisierung des Kapitalmarktrechts aus. Auch Insiderhandel wurde im Segré-Bericht als eine jener Thematiken erwähnt, die einer europaweit einheitlichen Regelung bedürfen.<sup>435</sup>

Erst 1970 wurde durch Art 82 des Vorschlags über das Statut für europäische Aktiengesellschaften die Problematik des Insiderhandels erneut aufgegriffen.<sup>436</sup> Darin war vorgesehen, dass Transaktionen von Gesellschaftsinsidern in einem Register zu erfassen und Gewinne aus Transaktionen, bei denen Insiderpapiere nur für einen Zeitraum von sechs Monaten vom Gesell-

<sup>432</sup> Beschluss des Rates 1999/468/EG v 28.6.1999 zur Festlegung der Modalitäten für die Ausübung der, der Kommission übertragenen, Durchführungsbefugnisse, ABl L 1999/184, 23.

<sup>433</sup> Vgl. *Schwark/Zimmer* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> Vor § 12 WpHG Rn 9 mwN; *Hopt*, ZGR 1991, 18 mwN.

<sup>434</sup> *Kommission der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft*, Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarkt (1966).

<sup>435</sup> *Kommission der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft*, Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarkt 32 u 263f.

<sup>436</sup> Vorschlag einer Verordnung (EWG) des Rates über das Statut für europäische Aktiengesellschaften, ABl C 1970/124, 1.

schaftsinsider gehalten werden, an die Gesellschaft abzuführen wären.<sup>437</sup> Zwar wurde dieses Regelungsmodell im 1975 veröffentlichten überarbeiteten Vorschlag über das Statut für europäische Aktiengesellschaften<sup>438</sup> beibehalten, jedoch schlussendlich nicht weiterverfolgt. Der nächste Versuch wurde von der EG Kommission 1977 mit den Europäischen Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen<sup>439</sup> in Angriff genommen. Diese unverbindlichen Empfehlungen an die Mitgliedsstaaten enthielten Verhaltensgrundsätze für einen fairen Wertpapierhandel. Insbesondere sollten alle Personen, die auf Grund ihres Berufes oder ihrer Tätigkeit über Insiderinformationen verfügen, keine Insidergeschäfte vornehmen, und Finanzmittler Insiderinformationen nicht an Dritte weitergeben.<sup>440</sup>

1987 legte die Kommission der EG dem Rat den Entwurf der InsiderRL<sup>441</sup> vor, die bei der Bekämpfung von Insidergeschäften an der Börse und, in eingeschränktem Umfang, auch bei außerbörslichen Geschäften einen einheitlichen Standard schaffen sollte. Die Vorarbeiten zur InsiderRL verliefen nur schleppend und wurden von einigen Mitgliedsstaaten, insbesondere Deutschland, verzögert.<sup>442</sup> Durch den in den 1980er Jahren einsetzenden Wettbewerb zwischen den internationalen Finanzplätzen, transatlantischen Unstimmigkeiten bei Rechtshilfe- oder Auslieferungsansuchen der SEC und öffentlichkeitswirksamen Insiderskandalen wurde der Widerstand überwunden.<sup>443</sup> Schlussendlich wurde 1989 die InsiderRL erlassen, durch die Insiderhandel, die Weitergabe von Insiderinformationen und die Empfehlung von Insiderpapieren untersagt wurden. Obwohl die Richtlinie die Mitgliedsstaaten lediglich zur Festsetzung von Sanktionen verpflichtete, die einen hinreichenden Anreiz zur Einhaltung der Insiderverbote schaffen, hatte sich schon vor ihrem Erlass gezeigt, dass eine Mehrheit der Mitgliedsstaaten bereits strafrechtliche Insiderhandelsverbote erlassen bzw. entsprechende Gesetzgebungsverfahren begonnen hatten.<sup>444</sup>

---

<sup>437</sup> Diese Regelung war mE konzeptionell verfehlt, weil der Kreis der potentiellen Insider auf Organmitglieder börsennotierter europäischer Aktiengesellschaften beschränkt war.

<sup>438</sup> Geänderter Vorschlag v 30.4.1975 über das Statut für europäische Aktiengesellschaften, KOM (75) 150.

<sup>439</sup> Vgl. Empfehlung der Kommission v 25.7.1977 betreffend europäische Wohlverhaltensregeln für Wertpapiertransaktionen, 77/534/EWG, ABI L 1977/212, 37.

<sup>440</sup> Wohlverhaltensregeln 8 und 9 der Empfehlung 77/534/EWG.

<sup>441</sup> Vorschlag der Kommission v 21.5.1987, KOM (87) 111, ABI C 1987/153, 8.

<sup>442</sup> Zum schleppenden Prozess der Erarbeitung des Erstentwurfs. *Hopt*, ZGR 1991, 20ff. Dem Widerstand mancher Mitgliedsstaaten stand eine wachsende Anzahl an Mitgliedsstaaten gegenüber, die eine strafrechtliche Insiderregelung einführten. Eine Vorreiterstellung nahmen Frankreich und Großbritannien ein, die bereits 1970 bzw. 1980 ein strafrechtliches Insiderhandelsverbot erlassen hatten.

<sup>443</sup> Vgl. BGH 17.09.1996, 4 A Rs 21/95, AG 1997, 40; *Hopt*, ZGR 1991, 21f; *Schärf*, SEC-Ermittlungen über Insidertrading in Österreich, ÖBA 1991, 586.

<sup>444</sup> *Hopt*, ZGR 1991, 52f.

Die InsiderRL wurde 2003 von der MarktmissbrauchsRL abgelöst. Diese sah eine umfassende Reform des Insiderrechts vor, in dessen Zuge der sachliche und persönliche Anwendungsbereich der Insiderverbote sowie die Definition des Begriffs der Insiderinformation erweitert wurden. Die MarktmissbrauchsRL wurde auf der ersten Stufe des Lamfalussy-Verfahrens erlassen und auf der zweiten Stufe durch drei Durchführungsrichtlinien<sup>445</sup> und eine Verordnung<sup>446</sup> konkretisiert. Auf der dritten Stufe hat CESR eine Vielzahl rechtlich unverbindlicher Leitlinien, Empfehlungen und Peer-Reviews<sup>447</sup> veröffentlicht.

Der Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts sowie der Individualschutz der Anleger wurden zu den zentralen Zielen des europäischen Insiderrechts.<sup>448</sup> Sie sind nach hM nicht getrennt voneinander zu betrachten, sondern stehen in einem wechselseitigen Abhängigkeitsverhältnis. Ein Kapitalmarkt ist ohne das Vertrauen der Investoren in seine Funktionsfähigkeit undenkbar. Dieses wiederum beruht auf der Gewissheit der Investoren, dass sie einander gleichgestellt und gegen die unrechtmäßige Verwendung einer Insiderinformation geschützt sind.<sup>449</sup> Damit wird schlussendlich die informationelle Chancengleichheit zum Leitprinzip des europäischen Insiderrechts erhoben.<sup>450</sup> Dieses wird durch anlassbezogene Publizitätspflichten, nämlich die Ad-hoc Publizität und die Directors' Dealings Meldepflicht, abgesichert. Diese Publizitätspflichten

---

<sup>445</sup> RL 2003/124/EG der Kommission v 22.12.2003 zur Durchführung der RL 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates betreffend die Begriffsbestimmung und die Veröffentlichung von Insider-Informationen und die Begriffsbestimmung der Marktmanipulation, ABI L 2003/339, 70; RL 2003/125/EG der Kommission v 22.12.2003 zur Durchführung der RL 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates in Bezug auf die sachgerechte Darbietung von Anlageempfehlungen und die Offenlegung von Interessenkonflikten, ABI L 2003/339, 73; RL 2004/72/EG der Kommission v 29.4.2004 zur Durchführung der RL 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates — Zulässige Marktpraktiken, Definition von Insider-Informationen in Bezug auf Warenderivate, Erstellung von Insider-Verzeichnissen, Meldung von Eigengeschäften und Meldung verdächtiger Transaktionen, ABI L 2004/162, 70.

<sup>446</sup> VO (EG) 2003/2273 Kommission v 22.12.2003 zur Durchführung der RL 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates - Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, ABI L 2003/336, 33.

<sup>447</sup> Vgl. zur Auswirkung der CESR Empfehlungen auf die Haftung eines Emittenten und seiner Organe *Hupka*, Kapitalmarktaufsicht im Wandel – Rechtswirkungen der Empfehlungen des Committee of European Securities Regulators (CESR) im deutschen Kapitalmarktrecht, WM 2009, 1351 (1354ff).

<sup>448</sup> *Schwark/Zimmer Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> Vor § 12 WpHG Rn 13; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 4f; *Hausmaninger*, Insider Trading 6ff; *Reich-Rohrwig*, ÖBA 2003, 639f; *Kalss*, Economy-Fachmagazin 1993, 130.

<sup>449</sup> EuGH 23.12.2009, C-45/08, *Spector*, Slg 2009 I-12073, Rn 92; Erwägungsgrund 5 der RL 89/592/EWG; ErläutRV 1049 BlgNR 17. GP 36. *Ziouvas*, Das neue Kapitalmarktstrafrecht (2005) 24. Anlegerschutz ist kein eigenständiges Regelungsziel des europäischen Kapitalmarktrechts, sondern wird aus dem Verbraucherschutz, der bei Maßnahmen zur Verwirklichung des Binnenmarkts gemäß Art 169 Abs 2 lit a AEUV zu wahren ist, hergeleitet. Vgl. *Mülbert*, WM 2001, 2092.

<sup>450</sup> Das von der EU vertretene Regulierungsmodell fußt auf der *Efficient Capital Market Hypotheses*. Das Transparenz- und Gleichbehandlungsgebot ist die regulatorische Antwort auf die am Kapitalmarkt herrschende Informationsasymmetrie. Das Vorbild für das Transparenzgebot ist die *disclosure doctrine* des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts. Vgl. *Gruber*, ZFR 2006, 64f; *Mülbert*, WM 2001, 2094.

sind in das allgemeine Regelungsmodell des europäischen Kapitalmarktrechts eingebettet, das Emittenten, Finanzintermediären und Aktionären Publizitäts- und Informationspflichten auferlegt.<sup>451</sup>

#### 3.2. Insiderrecht

Zwar wurde das europäische Insiderrecht durch die MarktmissbrauchsRL umfassend erneuert, sie enthält jedoch keinen expliziten Hinweis darauf, ob mit ihr eine Mindest- oder eine Vollharmonisierung angestrebt wird. Für eine Vollharmonisierung spricht, dass das Lamfalussy-Verfahren eine einheitliche und umfassende Kapitalmarktregulierung erzielen möchte, was durch die Schaffung eines höheren Schutzstandards in einzelnen Mitgliedsstaaten konterkariert werden könnte.<sup>452</sup> Dem ist jedoch entgegenzuhalten, dass Erwägungsgrund 21 der MarktmissbrauchsRL den nationalen Aufsichtsbehörden zugesteht, Orientierungshilfen zu den in der Richtlinie geregelten Fragen herauszugeben. Dies entspricht nicht dem Regulierungsansatz des Lamfalussy-Verfahrens. Im Schlussantrag der Generalanwältin zum Spector-Verfahren wurde ausgeführt, dass die Frage nach einer Voll- oder Mindestharmonisierung jeweils auf den Sinn und Zweck der einzelnen Bestimmung abzustellen sei.<sup>453</sup> Vom EuGH wurde diese Frage bewusst offengelassen.<sup>454</sup> ME ist der Ansicht der Generalanwältin zu folgen, weil diese im Einklang mit den unterschiedlichen Regelungszwecken einzelner Bestimmungen der MarktmissbrauchsRL steht. Während der Tatbestand des Insiderhandels jedenfalls vollständig harmonisiert sein muss, um einen effektiven Schutz des europäischen Kapitalmarkts und gleichzeitig Rechtssicherheit für die Kapitalmarktteilnehmer im Binnenmarkt zu gewährleisten,<sup>455</sup> werden die Mitgliedsstaaten in Art 14 der MarktmissbrauchsRL lediglich dazu angewiesen, eine effektive und abschreckende Strafe für Insiderhandel vorzusehen. Dieser Umsetzungsspielraum spricht eindeutig für eine Mindestharmonisierung.

---

<sup>451</sup> Vgl. *Gruber*, ZFR 2006, 65. Diesem Regelungsmodell liegt das im Segré-Bericht erstmals dargelegte und im Weißbuch der Kommission zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005 – 2010 übernommene wirtschaftspolitische Leitmotiv zugrunde, dass ein vom Anlegervertrauen getragener integrierter Kapitalmarkt mit höheren Transaktionsvolumina, innovativeren Angeboten und niedrigeren Transaktionskosten erhebliche volkswirtschaftliche Vorteile realisieren werde und für die globale Wettbewerbsfähigkeit der Europäischen Union von grundlegender Bedeutung sei. Vgl. *Europäische Kommission*, Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005 - 2010, KOM (2005) 629, 4f.

<sup>452</sup> *Möllers*, Zur "Unverzüglichkeit" einer Ad-hoc Mitteilung im Kontext nationaler und europäischer Dogmatik, in FS Horn (2006) 473 (485).

<sup>453</sup> Schlussanträge der Generalanwältin Kokott v 10.9.2009, C-45/08, *Spector*, Slg 2009 I-12073, Rn 75ff. Allgemein dazu *Mülbert*, WM 2001, 2093f.

<sup>454</sup> EuGH 23.12.2009, C-45/08, Rn 64.

<sup>455</sup> Schlussanträge der Generalanwältin Kokott v 10.9.2009, C-45/08, *Spector*, Slg 2009 I-12073, Rn 78ff.

### **3.2.1. Anwendungsbereich**

#### **a) Sachlich**

Die Insiderverbote gelten gemäß Art 9 MarktmissbrauchsRL für jedes Finanzinstrument, das zum Handel auf einem geregelten Markt in mindestens einem Mitgliedstaat zugelassen ist oder für das ein entsprechender Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt gestellt wurde, sowie für all jene Finanzinstrumente, deren Wert von diesen abhängt, auch wenn sie selbst nicht zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind. Die Insiderverbote gelten unabhängig davon, ob das Wertpapiergeschäft selbst auf einem geregelten Markt getätigt wird oder nicht. Unter dem Begriff geregelter Markt versteht die MarktmissbrauchsRL einen Markt iSv Art 1 Abs 13 RL 93/22/EWG.

Gemäß Art 7 MarktmissbrauchsRL gelten die Insiderverbote nicht für Geschäfte, die aus geld- oder wechsellkurspolitischen Gründen oder im Rahmen der Verwaltung der öffentlichen Schulden eines Mitgliedstaates, dem Europäischen System der Zentralbanken, einer nationalen Zentralbank oder einer anderen amtlich beauftragten Stelle oder einer für deren Rechnung handelnden Einrichtung getätigt werden. Die Mitgliedstaaten können hinsichtlich der Verwaltung ihrer öffentlichen Schulden diese Ausnahmeregelung auf ihre Gliedstaaten oder vergleichbare Gebietskörperschaften ausdehnen.

#### **b) Örtlich**

Die Insiderverbote sind gemäß Art 10 MarktmissbrauchsRL auf Handlungen anzuwenden, die in einem Mitgliedsstaat oder im EU-Ausland vorgenommen werden und Finanzinstrumente betreffen, die zum Handel auf einem geregelten Markt in einem Mitgliedsstaats zugelassen sind oder für die ein entsprechender Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt gestellt wurde.

### **3.2.2. Insider**

Gemäß Art 2 Abs 1 MarktmissbrauchsRL sind Personen, die als Mitglied eines Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten, beruflich oder in Erfüllung ihrer Aufgaben oder durch ihre Beteiligung am Kapital des Emittenten Zugang zu Insiderinformationen haben, als Insider zu qualifizieren. Darüber hinaus gelten auch jene Personen als Insider, die aufgrund ihrer kriminellen Aktivitäten über Insiderinformationen verfügen.

Sekundärinsider werden durch Art 4 MarktmissbrauchsRL erfasst, der die Insiderverbote auch auf sonstige über Insiderinformationen verfügende Personen ausdehnt, sofern diese wussten oder wissen hätten müssen, dass es sich um Insiderinformationen handelt.

#### **3.2.3. Insiderpapiere**

Art 1 Z 3 MarktmissbrauchsRL definiert den Begriff Insiderpapiere weit. Darunter fallen neben Aktien, aktienvertretenden Zertifikaten, Schuldverschreibungen und Kauf- und Verkaufsoptionen auch Geldmarktinstrumente, Finanzterminkontrakte, Warenderivate sowie alle sonstigen Instrumente, die zum Handel auf einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt gestellt wurde.

#### **3.2.4. Insiderinformation**

Der Begriff "Insiderinformation" wird in Art 1 Abs 1 MarktmissbrauchsRL definiert als eine nicht öffentlich bekannte präzise Information, die direkt oder indirekt einen oder mehrere Emittenten von Finanzinstrumenten oder ein oder mehrere Finanzinstrumente betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs sich darauf beziehender derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen. Auch zukunftsbezogene Informationen über Pläne oder Vorhaben können gemäß Art 1 Abs 1 DurchführungsRL 2003/124/EG grundsätzlich eine Insiderinformation darstellen.

Nach hM sind weiters Werturteile und Meinungen, die einen Tatsachekern aufweisen, sich auf konkrete Punkte beziehen und von einer, von der Öffentlichkeit als verlässliche Quelle eingestuft Person stammen, als konkrete Information zu werten.<sup>456</sup> Gerüchte gelten nach hM unter den gleichen Voraussetzungen als Information.<sup>457</sup> Marktdaten sind idR keine Insiderinformationen, weil sich diese nicht spezifisch auf einen bestimmte Emittenten oder dessen Finanzinstrumente beziehen, sondern gesamtwirtschaftlich-statistische Daten, politische Ereignisse oder andere wesentliche Umstände beschreiben. Eine kursrelevante und konkrete Information kann ausnahmsweise dann vorliegen, wenn diese Daten, Ereignisse oder Umstände spezifisch genug sind,

---

<sup>456</sup> Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 13 WpHG Rn 54; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 13ff.

<sup>457</sup> Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 13 WpHG Rn 55; BaFin, Emittentenleitfaden (2009) 31f. Kritisch Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 17f. Nach Ansicht von CESR fehlt es hingegen einem Gerücht an einem überprüfbareren Tatsachekern. CESR, CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive (2002), CESR/02-089d, Rz 20.

um sich in der Praxis nur auf bestimmte Emittenten oder deren Finanzinstrumente auszuwirken.<sup>458</sup>

Keine Insiderinformation liegt vor, wenn jemand auf Grundlage öffentlich verfügbarer Informationen eine eigene Bewertung vornimmt, selbst wenn diese einen Informationsvorsprung gegenüber den übrigen Kapitalmarktteilnehmern darstellt. In der Praxis fallen unter diese Ausnahme Analysten und Börsejournalisten.<sup>459</sup>

#### a) *Öffentlich nicht bekannte Information*

Eine Insiderinformation ist gemäß Art 1 Abs 1 MarktmissbrauchsRL eine nicht öffentlich bekannte Information. Bei dieser Definition bleibt jedoch unklar, auf welchen Personenkreis abzustellen ist und ab welchem Zeitpunkt eine Information als öffentlich bekannt gilt.

Nach hM ist im Einklang mit dem Schutzzweck des Insiderrechts die öffentliche Bekanntheit im Sinne einer Bereichsöffentlichkeit der am Börsenhandel Interessierten zu verstehen.<sup>460</sup> Fraglich bleibt, ab welchem Zeitpunkt eine Information als öffentlich bekannt gelten kann. Dies nimmt die hM erst ab jenem Zeitpunkt an, ab dem die Öffentlichkeit tatsächlich die Möglichkeit hat, die Veröffentlichung zur Kenntnis zu nehmen.<sup>461</sup> Dies ist beispielsweise der Fall, wenn Insiderinformationen durch ein elektronisches Informationssystem mit europäischer Verbreitung veröffentlicht worden sind.<sup>462</sup>

An der erforderlichen Öffentlichkeit mangelt es, wenn die Information, in einer Hauptversammlung, Pressekonferenz oder anlässlich eines Analystengesprächs geäußert wird.<sup>463</sup> Selbst wenn eine Veranstaltung, wie beispielsweise eine Pressekonferenz, allgemein zugänglich sein sollte,

<sup>458</sup> Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 13 WpHG Rn 40 u 57; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 9 u 45.

<sup>459</sup> Strittig ist, ob Dritte, die von derartigen Bewertungen Kenntnis erlangen, ebenfalls von dieser Ausnahme profitieren können. Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 13 WpHG Rn 58f; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 16 u 75ff.

<sup>460</sup> BGH 27.01.2010, 5 StR 224/09; ErläutRV 1110 BlgNR 18. GP 19; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 13 WpHG Rn 30; Hilgendorf in Park, Kapitalmarktstrafrecht<sup>2</sup> (2008) § 13 Rn 90; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 34; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 14.

<sup>461</sup> ErRV 1049 BlgNR 18. GP, 19; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 13 WpHG Rn 30ff; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 14; Kretschmer/Oppitz, Essentialia der Börsegesetznovelle 1993 Teil II, ÖBA 1994, 610 (613); Hopt, ZGR 1991, 30.

<sup>462</sup> Vgl. Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 38. Die Übermittlung alleine würde hingegen noch nicht genügen, da das Tatbestandsmerkmal einer nicht öffentlichen Information erst mit dem tatsächlichen Bestehen einer Zugangsmöglichkeit für die Bereichsöffentlichkeit wegfällt.

<sup>463</sup> Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 13 WpHG Rn 35f; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 39f.

ist für die Herstellung einer Bereichsöffentlichkeit nicht nur eine theoretische Zugangsmöglichkeit erforderlich. Vielmehr muss die Teilnahme für eine unbegrenzte Anzahl an Personen ohne unverhältnismäßigen Aufwand auch tatsächlich möglich sein.<sup>464</sup>

#### **b) Präzise Information**

Gemäß Art 1 Abs 1 DurchführungsRL 2003/124/EG ist eine Information dann als präzise anzusehen, wenn damit eine Reihe von Umständen gemeint ist, die bereits existieren oder bei denen man mit hinreichender Wahrscheinlichkeit davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren werden, oder ein Ereignis, das bereits eingetreten ist oder mit hinreichender Wahrscheinlichkeit in Zukunft eintreten wird. Diese Information muss darüber hinaus spezifisch genug sein, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse von Finanzinstrumenten oder damit verbundenen derivativen Finanzinstrumenten zuzulassen.

Der in der deutschen Fassung der Richtlinie verwendete Begriff der "hinreichenden Wahrscheinlichkeit" hat aufgrund seiner Unbestimmtheit Anlass zu einer kontroversiellen Diskussion in Literatur und Judikatur gegeben. Insbesondere ist strittig, ob eine Mindestwahrscheinlichkeit gegeben sein muss, damit eine hinreichende Wahrscheinlichkeit angenommen werden kann.<sup>465</sup> Im Wesentlichen geht es darum, ob eine Information über einen zukünftigen Umstand, dessen Eintritt noch nicht gewiss ist, trotz bereits bestehender abstrakter Kursrelevanz, als Insiderinformation zu qualifizieren ist. Mit Hinblick auf die englische Textfassung von Art 1 Abs 1 DurchführungsRL 2003/124/EG, die von „*a set of circumstances which exists or may reasonably be expected to come into existence*“ spricht, ist zu Recht davon auszugehen, dass eine gewisse Mindestwahrscheinlichkeit erforderlich ist. Dieses Ergebnis wird auch aus Funktionsschutz – und Anlegerschutzabwägungen gestützt, weil eine weite Auslegung des Begriffs erfordern würde, dass auch besonders ungewisse Umstände bekannt gegeben werden, was schlussendlich zu einer

---

<sup>464</sup> Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 13 Rz 36.

<sup>465</sup> Nach Ansicht des BGH ist das Tatbestandsmerkmal der hinreichenden Wahrscheinlichkeit dann erfüllt, wenn eine überwiegende Wahrscheinlichkeit gegeben ist. BGH 25.02.2008, II ZB 9/07. Im Gegensatz dazu verlangt Assmann nicht bloß eine überwiegende sondern eine hohe Wahrscheinlichkeit. Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 25. Einen noch strengeren Maßstab hat der UVS Wien angelegt. Demgemäß ist eine hinreichende Wahrscheinlichkeit gegeben, wenn nach kaufmännischem Ermessen kein vernünftiger Grund besteht, am Eintritt eines Umstands zu zweifeln. UVS Wien 22.02.2010, 06/FM/57/7999/2008. Nach Kalss/Hasenauer muss angesichts der Entscheidung des UVS Wien die Wahrscheinlichkeit bei zumindest 80% liegen. Kalss/Hasenauer, Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen, GES 2010, 301 (306).

Informationsüberlastung (*information overload*) des Marktes führen würde.<sup>466</sup> Unstrittig ist, dass die hinreichende Wahrscheinlichkeit aus einer *ex ante* Sicht zu beurteilen ist.<sup>467</sup>

Ein Sonderproblem stellt die Einordnung zeitlich gestreckter Sachverhalte dar, die zum Gegenstand einer umfangreichen Diskussion in Literatur<sup>468</sup> und Judikatur<sup>469</sup> geworden sind. Zeitlich gestreckte Sachverhalte untergliedern sich in mehrere Zwischenschritte. Hierbei ist strittig, ob das Ergebnis, das am Ende eines zeitlich gestreckten Sachverhalts steht, als Insider-Information anzusehen ist, oder ob Zwischenschritte bereits eigenständig als Insider-Information zu qualifizieren sein können. Aus Sicht eines rationalen Anlegers können grundsätzlich sowohl einzelne Zwischenschritte als auch der Gesamtplan als ausreichend präzise Information gewertet werden.<sup>470</sup> Schlussendlich hat der BGH<sup>471</sup> dem EuGH diese Frage vorgelegt, der bei Fertigstellung dieser Arbeit darüber noch nicht entschieden hatte.

### c) *Kursbeeinflussungspotential*

Neben ihrer präzisen Natur ist die Kursrelevanz ein zentrales Tatbestandsmerkmal einer Insiderinformation.<sup>472</sup> Art 1 Abs 2 DurchführungsRL 2003/124/EG präzisiert das von Art 1 Abs 1 MarktmissbrauchsRL eingeführte Tatbestandsmerkmal des Kursbeeinflussungspotentials. Demnach ist mit einer Insiderinformation, die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieser Finanzinstrumente oder den Kurs damit verbundener derivativer Finanzinstrumente spürbar zu beeinflussen, eine Information gemeint, die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde.

Art 1 Abs 2 DurchführungsRL 2003/124/EG stellt auf die abstrakte Eignung zur Kursbeeinflussung aus dem Blickwinkel eines verständigen Anlegers ab. Dieser ist nach hM die Maßfigur ei-

<sup>466</sup> Klöhn, Der „gestreckte Geschehensablauf“ vor dem EuGH – Zum DaimlerChrysler-Vorlagebeschluss des BGH, NZG 2011, 166 (168).

<sup>467</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 26; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 15. Klöhn spricht sich gegen das Abstellen auf starre Grenzen aus. Stattdessen sollte für die Beurteilung der hinreichenden Wahrscheinlichkeit ein bewegliches System herangezogen werden. Je höher die erwartete Auswirkung einer Information auf den Kurs ist, desto geringer sollte die Anforderung an die Eintrittswahrscheinlichkeit sein. Klöhn, NZG 2011, 171. Ablehnend Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 13 Fn 19. Wohl auch Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 61.

<sup>468</sup> Vgl. Klöhn, NZG 2011, 170; Mennicke, Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Entscheidungsprozessen und die Notwendigkeit einer Befreiungsentscheidung des Emittenten, NZG 2009, 1059 (1060); Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 28f.

<sup>469</sup> Vgl. BGH 22.11.2010, II ZB 7/09; OLG Stuttgart 22.04.2009, 20 Kap 1/08; OLG Frankfurt 12.02.2009, 2 Ss-OWi 514/08.

<sup>470</sup> Klöhn, NZG 2011, 170; UVS Wien 22.02.2010, 06/FM/57/7999/2008.

<sup>471</sup> BGH 22.11.2010, II ZB 7/09.

<sup>472</sup> Erwägungsgrund 3 der RL 2003/124/EG.

nes börskundigen und nicht nur eines durchschnittlich verständigen Anlegers.<sup>473</sup> Für die Prüfung der abstrakten Eignung zur Kursbeeinflussung ist ebenfalls eine *ex-ante* Betrachtung der betreffenden Information heranzuziehen, wobei die Gesamttätigkeit des Emittenten, die Verlässlichkeit der Informationsquelle und sonstige Marktvariablen, die den Kurs des betreffenden Finanzinstruments beeinflussen könnten, zu berücksichtigen sind.<sup>474</sup> Eine tatsächliche Veränderung des Börsenkurses ist jedoch nicht erforderlich.<sup>475</sup> Maßgeblicher Zeitpunkt für die Prognose ist der Zeitpunkt des Insidergeschäfts. Erst im Nachhinein vorliegende Informationen können lediglich zur Überprüfung der Annahme dienen, dass die *ex-ante*-Information nach vernünftiger Betrachtung kurserheblich war.<sup>476</sup>

Das Kursbeeinflussungspotential muss über jenen Bagatellfällen liegen, bei denen die Chancen, aus der Verwendung des Insiderwissens Vorteile zu ziehen, gering sind und die vor allem mit Verlustrisiken verbunden sind.<sup>477</sup> Für die Beurteilung des Kursbeeinflussungspotentials scheidet die Heranziehung starrer Schwellenwerte grundsätzlich aus, weil diese unter anderem auch von der Investorenerwartung, Marktverfassung und vom Neuigkeitswert der Informationen abhängen können.<sup>478</sup>

#### **d) Direkter oder indirekter Bezug zum Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten**

Als letztes Tatbestandsmerkmal muss eine Insiderinformation auch einen direkten oder indirekten Bezug zum Emittenten oder dessen Finanzinstrumenten aufweisen,<sup>479</sup> wobei ihre Herkunft jedoch unerheblich ist.<sup>480</sup> Ein Emittentenbezug ist insbesondere dann gegeben, wenn eine Information die Vermögens-, Finanz- oder Ertragslage, den allgemeinen Geschäftsverlauf oder die personelle und organisatorische Struktur des Emittenten betrifft, unabhängig davon, ob dafür

---

<sup>473</sup> Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 13 Rz 47; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 58. CESR versteht im Gegensatz zur hM unter einem verständigen Anleger eine Person „that thinks and behaves in a rational way“. CESR, CESR’s Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive, Ref: CESR/02.089d (2002) 11 Fn 1.

<sup>474</sup> Erwägungsgrund 1 der RL 2003/124/EG; OLG Düsseldorf 06.07.2004, III-5 Ss 2/04; Kalss/Hasenauer, GES 2010, 304; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 55f.

<sup>475</sup> Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 13 Rz 44.

<sup>476</sup> Erwägungsgrund 2 der RL 2003/124/EG; Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 13 Rz 44.

<sup>477</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 66. Nach der Anreiztheorie ist die Kursrelevanz gegeben, wenn von einer Information für einen verständigen Anleger ein erheblicher Kauf- oder Verkaufsanreiz ausgeht. Kalss/Hasenauer, GES 2010, 304.

<sup>478</sup> Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 13 Rz 46ff; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 66f; Preusche in Heidel, Aktienrecht, Compliance-Regeln Rn 6 u 21. Jedoch sind nach Ansicht des BGH an die Feststellung der Kursrelevanz keine überspannten Anforderungen zu stellen. BGH 27.01.2010, 5 StR 224/09; BGH 06.11.2003, 1 StR 24/03. Zustimmend Klöhn, Insiderhandel vor deutschen Strafgerichten - Implikationen des free-net-Beschlusses des BGH, DB 2010, 769 (770).

<sup>479</sup> Die Grenze zwischen Emittenten- und Insiderpapierbezug ist fließend und kaum von praktischer Bedeutung. Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 13 Rz 39; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 47.

<sup>480</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 44.

unternehmensinterne oder –externe Umstände verantwortlich sind.<sup>481</sup> Insiderinformationen mit Emittentenbezug können ihren Ursprung auch in Konzernsachverhalten haben.<sup>482</sup>

Zu den Insiderinformationen mit Bezug zu den Finanzinstrumenten eines Emittenten zählen unter anderem Kurspflagemassnahmen, die Orderlage, die Änderung des Dividendenansatzes, Veränderungen in der Aktionärsstruktur oder die vorzeitige Kündigung einer Anleihe.<sup>483</sup>

### 3.2.5. Tathandlungen

#### a) *Handel mit Insiderpapieren*

Gemäß Art 2 Abs 2 MarktmissbrauchsRL ist es Insidern, die über eine Insiderinformation verfügen, verboten unter Nutzung derselben für eigene oder fremde Rechnung direkt oder indirekt Finanzinstrumente, auf die sich die Information bezieht, zu erwerben oder zu veräußern oder dies zu versuchen. Vom Insiderhandelsverbot sind sowohl börsliche als auch außerbörsliche Geschäfte erfasst.<sup>484</sup> Hierbei ist auf den Abschluss eines auf die Übertragung des Eigentums an den Insiderpapieren gerichteten Verpflichtungsgeschäfts abzustellen. Die Übertragung des Eigentums selbst ist nicht erforderlich.<sup>485</sup>

Art 2 Abs 3 MarktmissbrauchsRL stellt klar, dass Geschäfte, die getätigt werden, um einer fällig gewordenen Verpflichtung zum Erwerb oder zur Veräußerung von Finanzinstrumenten nachzukommen, nicht dem Insiderhandelsverbot unterliegen, wenn diese Verpflichtung auf einer Vereinbarung beruht, die geschlossen wurde, bevor die betreffende Person die Insiderinformation erhalten hat.

#### b) *Empfehlen von Insiderpapieren*

Es ist Insidern gemäß Art 3 lit b MarktmissbrauchsRL verboten, auf Grundlage von Insiderinformationen zu empfehlen oder andere Personen dazu zu verleiten, Finanzinstrumente, auf die sich diese Information bezieht, zu erwerben, zu veräußern oder sie von einem Dritten erwerben oder veräußern zu lassen.

---

<sup>481</sup> Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 13 Rz 38; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 48.

<sup>482</sup> Wendel, CCZ 2008, 43; Singhof, ZGR 2001, 148 u 152.

<sup>483</sup> Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 13 Rz 39; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 13 Rz 49; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 17; Schwarze, Die Orderlage im Skontro eines Börsenmaklers als Insidertatsache, WM 1997, 1564 (1564).

<sup>484</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 42.

<sup>485</sup> OLG Karlsruhe 04.02.2004, 3 Ws 195/03; BaFin, Emittentenleitfaden 25; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 12. Nach Assmann wäre beispielsweise eine Übertragung eines Insiderpapiers im Zuge einer Wertpapierleihe ausreichend, während es bei einer bedingten Übertragung an einer gesicherten Erwerbs- bzw. Veräußerungsposition noch mangeln würde. Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 18.

Für das Empfehlen oder Verleiten ist es nicht erforderlich, dass der Täter dem Dritten gegenüber seine Kenntnis der Insiderinformation offenlegt. Vielmehr genügt es, dass er diese Handlungen auf Grundlage der Insiderinformation vornimmt.<sup>486</sup>

#### c) **Weitergabe von Insiderinformationen**

Die Weitergabe von Insiderinformationen an Dritte ist Insidern, soweit dies nicht im gewöhnlichen Rahmen der Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder der Erfüllung ihrer Aufgaben erfolgt, gemäß Art 3 lit a MarktmissbrauchsRL verboten. Von diesem Verbot sind nicht nur die direkte Weitergabe, sondern auch die Eröffnung der Möglichkeit an einen Dritten, diese Information zur Kenntnis zu nehmen, erfasst. Es ist unerheblich, auf welche Art und Weise die Weitergabe bzw. die Zugänglichmachung erfolgt.<sup>487</sup>

Der Zweck des Weitergabeverbots ist es, den Kreis der Insider möglichst klein zu halten.<sup>488</sup> In der *Grøngaard und Bang*-Entscheidung hat der EuGH<sup>489</sup> zur Zulässigkeit der Weitergabe einer Insiderinformation gemäß Art 3 lit a der InsiderRL, der wortident mit der Bestimmung in der MarktmissbrauchsRL ist, Stellung bezogen. Demnach ist die Ausnahme vom Weitergabeverbot eng auszulegen. Eine Weitergabe einer solchen Information ist nur dann gerechtfertigt, wenn sie für die Ausübung einer Arbeit oder eines Berufes oder für die Erfüllung einer Aufgabe unerlässlich ist, und der Grundsatz der Verhältnismäßigkeit beachtet wird.<sup>490</sup> Die Abgrenzung zwischen gerechtfertigter und verbotener Weitergabe einer Insiderinformation ist daher dort vorzunehmen, wo der Informationsempfänger seine aus betrieblichen Gründen erforderliche Tätigkeit nicht ohne diese Information sachgerecht erfüllen könnte.<sup>491</sup> Die Weitergabe von Insiderinformationen

---

<sup>486</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 120 u 126f; Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 20.

<sup>487</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 65f.

<sup>488</sup> Vgl. U. Schneider, Investigative Maßnahmen und Informationsweitergabe im konzernfreien Unternehmen, NZG 2010, 1201 (1203); Kalss, Anlegerinteressen 311.

<sup>489</sup> EuGH 22.11.2005, C-384/02, *Grøngaard und Bang*, Slg 2005 I-9939.

<sup>490</sup> EuGH 22.11.2005, C-384/02, Rn 34.

<sup>491</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 74 u 89; Sethe, Die Verschärfung des insiderrechtlichen Weitergabeverbots; ZBB 2006, 243 (250); Kalss, Anlegerinteressen 311. Für einen weniger strengen Maßstab bei innerbetrieblicher Weitergabe Schwark/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 14 Rn 48. Eine weiterführende Beschränkung, dass gesetzliche oder vertragliche Verschwiegenheitspflichten vorliegen müssen, ist nicht erforderlich, weil bei einer befugten Weitergabe die Empfänger der Information ebenfalls dem Insiderverbot unterliegen. Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 75f.

innerhalb eines Konzerns zur Wahrnehmung der Konzernleitung und -überwachung ist ebenfalls nach den zuvor erläuterten Grundsätzen zu beurteilen.<sup>492</sup>

Nach hM ist es nicht zulässig, dass der Vorstand in Erfüllung eines Auskunftsbegehrens eines Aktionärs auf der Hauptversammlung Insiderinformationen weitergibt, wodurch es letztlich zu einer Beschränkung des Auskunftsrechts der Aktionäre durch das Insiderrecht kommt.<sup>493</sup> Zusätzlich ist die Weitergabe von Insiderinformationen im Rahmen von Investor-Relations Maßnahmen nicht gerechtfertigt, weil derartige Aktivitäten nicht durch die gesetzlichen Aufgaben des Emittenten oder seiner Organe gedeckt sind.<sup>494</sup> Dies trifft auch für die Weitergabe von Insiderinformationen an die Medien zu, selbst wenn diese mit einem Sperrvermerk versehen sind.<sup>495</sup> Hingegen ist die Offenlegung sensibler Informationen im Rahmen einer Due-Diligence Prüfung bei einer M&A Transaktion nach hM zulässig, wenn diese Offenlegung aufgrund eines ernsthaften Erwerbsinteresses des Käufers sowie im Gesellschaftsinteresse erfolgt.<sup>496</sup>

### 3.2.6. Subjektive Tatseite

Gemäß Art 2 der MarktmissbrauchsRL ist ein Verstoß gegen die Insiderverbote zu bestrafen, wenn die betreffende Person die über Insiderinformationen verfügt, wusste oder wissen hätte müssen, dass es sich um Insiderinformationen handelt.

Das Insiderhandelsverbot gemäß Art 2 der MarktmissbrauchsRL stellt zudem das Erfordernis auf, dass die betreffende Insiderinformation beim Erwerb oder Verkauf eines Insiderpapiers genutzt wurde.<sup>497</sup> Der EuGH hat in der *Spector*-Entscheidung<sup>498</sup> klargestellt, dass an dieses Erfordernis keine hohen Ansprüche zu stellen sind, weil die Kenntnis einer Insiderinformation die

<sup>492</sup> *Schwark/Kruse* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> § 14 Rn 54. Der Umgang mit den durch die Konzernmutter von einer Tochter erlangten Insiderinformationen ist an den allgemeinen Grundsätzen der Insiderverbote zu messen. Es ist daher unzulässig, dass die Konzernmutter diese Informationen verwendet, um ihre Beteiligung am Tochterunternehmen auszuweiten oder zurückzunehmen. *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 94f.

<sup>493</sup> *Schwark/Kruse* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> § 14 Rn 52; *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 85; *Preusche* in *Heidel*, Aktienrecht, Compliance-Regeln Rn 9.

<sup>494</sup> *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 82.

<sup>495</sup> *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 101; *Hopt*, ZGR 1991, 47.

<sup>496</sup> Strittig ist, ob darüber hinaus auch die Geheimhaltung dieser Informationen beispielsweise durch Vertraulichkeitsvereinbarungen weiterhin sichergestellt sein muss. Befürwortend *Bachmann*, Kapitalmarktrechtliche Probleme bei Unternehmenszusammenschlüssen, ZHR 172 (2008) 597 (625f). aA *BaFin*, Emittentenleitfaden 41; *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 164. Nach *Nowotny* sollte jedenfalls aus Dokumentationsgründen eine Vertraulichkeitsvereinbarung abgeschlossen werden. *Nowotny*, "Due Diligence" und Gesellschaftsrecht, wbl 1998, 145 (150f).

<sup>497</sup> Nach hM genügt es, dass die Insiderinformation für den Entschluss zum Abschluss eines Insidergeschäfts zumindest mitursächlich gewesen ist. *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 26; *Hammen*, Pakethandel und Insiderhandelsverbot, WM 2004, 1753 (1760).

<sup>498</sup> EuGH 23.12.2009, C-45/08.

Nutzung derselben bei einem Insidergeschäft impliziert.<sup>499</sup> Die Vermutung der Nutzung einer Insiderinformation ist somit vorbehaltlich der Unschuldsvermutung gemäß Art 2 Abs 2 EMRK und sonstiger Verteidigungsrechte des Beschuldigten als Erfahrungssatz<sup>500</sup> zu werten.

#### 3.2.7. Ausnahmen vom Insiderverbot

Art 8 MarktmissbrauchsRL iVm VO (EG) 2003/2273 sieht eine generelle Ausnahme vom Insiderhandelsverbot für den Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Stabilisierungsmaßnahmen vor, sofern dieser innerhalb der Vorgaben der VO (EG) Nr. 2273/2003 erfolgt (*safe harbor*). Unter spezifischen Umständen können laut den Erwägungsgründen der MarktmissbrauchsRL Market-Maker und Abwicklungsstellen, die als Gegenpartei auftreten,<sup>501</sup> Bieter bei öffentlichen Übernahmeangeboten<sup>502</sup> oder Personen, die Insiderinformationen selbst geschaffen haben,<sup>503</sup> eine Ausnahme vom Insiderhandelsverbot in Anspruch nehmen. In der Literatur werden weitere Ausnahmen für Face-to-Face Geschäfte,<sup>504</sup> die Verwendung von Insiderinformation bei bloßer Umsetzung von Plänen<sup>505</sup> und die Verwendung sogenannter negativer Insiderinformationen<sup>506</sup> befürwortet.

#### 3.2.8. Strafe

Gemäß Art 14 der MarktmissbrauchsRL haben die Mitgliedstaaten verhältnismäßige und abschreckende Sanktionen für eine Verletzung der Insiderverbote vorzusehen. Die Mitgliedsstaaten sind bei der Festlegung der Sanktionen grundsätzlich frei, wobei diese im Verhältnis zur Schwere des Verstoßes und zu den erzielten Gewinnen stehen und abschreckend genug sein sollten.<sup>507</sup> Da es sich bei Art 14 um eine Mindestharmonisierung<sup>508</sup> handelt, steht es den Mitgliedsstaaten grundsätzlich offen, verwaltungsrechtliche oder strafrechtliche Sanktion vorzusehen. In der Pra-

---

<sup>499</sup> EuGH 23.12.2009, C-45/08, Rn 54. Anders noch zur InsiderRL BGH 27.01.2010, 5 StR 224/09. Kritisch Klöhn, DB 2010, 771.

<sup>500</sup> Bussian, Die Verwendung von Insiderinformationen, WM 2011, 8 (9); Widder/Bedkowski, EuGH: Wertpapierhandel mit Insiderwissen „impliziert“ dessen Nutzung, GWR 2010, 35 (35).

<sup>501</sup> Erwägungsgrund 18 der RL 2003/6/EG.

<sup>502</sup> Erwägungsgrund 29 der RL 2003/6/EG.

<sup>503</sup> Erwägungsgrund 30 der RL2003/6/EG.

<sup>504</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 28, 43 u 47. In diesem Sinne wohl auch EuGH 23.12.2009, C-45/08, Rn 78, und EuGH 10.05.2007, C-391/04, Georgakis, Slg 2007 I-3741, Rn 37ff.

<sup>505</sup> Vgl. Schlussanträge der Generalanwältin Kokott v 10.9.2009, C-45/08, Spector, Slg 2009 I-12073; ErläutRV 1110 BlgNR 18. GP 19; Widder, Masterpläne, Aktienrückkaufprogramme und das Spector-Urteil des EuGH bei M&A-Transaktionen, BB 2010, 515 (515f); Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 45. Der Anwendungsbereich der sogenannten Masterplan-Ausnahme überschneidet sich zum Teil mit der Ausnahme für Übernahmeangebote und für selbstgeschaffene Insiderinformationen. Die in Art 6 Abs. 1 lit c iVm Art 6 Abs 3 der VO (EG) 2003/2273 genannten Sachverhalte sind ausdrücklich normierte Fälle der Masterplan-Ausnahme.

<sup>506</sup> Vgl. Schlussanträge der Generalanwältin Kokott v 10.9.2009, C-45/08, Spector, Slg 2009 I-12073; Widder, Insiderisiken und Insider-Compliance bei Aktienoptionsprogrammen für Führungskräfte, WM 2010, 1882 (1887).

<sup>507</sup> Erwägungsgrund 38 der MarktmissbrauchsRL.

<sup>508</sup> Schlussanträge der Generalanwältin Kokott v 10.9.2009, C-45/08, Spector, Slg 2009 I-12073, Rn 77.

xis hat sich aber gezeigt, dass in allen – Vertragsstaaten des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum (EWR),<sup>509</sup> außer in Bulgarien, Insiderhandel unter gerichtliche Strafe gestellt wurde.<sup>510</sup> Zum Teil war eine strafrechtliche Sanktion erforderlich, um eine unverzügliche Aufdeckung und Ahndung trotz gewisser Verfolgungshindernisse auf mitgliedsstaatlicher Ebene gewährleisten zu können.<sup>511</sup>

Ein integrierter Finanzmarkt ohne harmonisierte Sanktionen für Verstöße gegen Insiderverbote wäre nur schwer vorstellbar, weil sich tatbestandsmäßiges Verhalten gegebenenfalls auf Mitgliedsstaaten verlagern würde, in denen keine oder nur leichte Sanktionen drohen.<sup>512</sup> Einer vollständigen Harmonisierung der Sanktionen für Verstöße gegen Insiderverbote stand jedoch entgegen, dass der Europäischen Gemeinschaft die Kompetenz zum Erlass strafrechtlicher Sanktionen nicht zukam.<sup>513</sup> Daher hat sich die MarktmissbrauchsRL damit begnügt, wirksame, verhältnismäßige und abschreckende Sanktionen zu fordern, damit hinreichende Anreize zur Befolgung der Verbote der Richtlinie geboten werden.

### 3.2.9. Flankenschutz

Die Insiderverbote der MarktmissbrauchsRL werden von der Ad-hoc Publizitätspflicht, einer Directors' Dealings Meldepflicht und einer Meldepflicht für Kreditinstitute und Wertpapierfirmen bei Verdacht auf Verstoß gegen Insiderverbote flankiert. Diese Publizitäts- und Meldepflichten sollen präventiv wirken und die Ermittlung der Aufsichtsbehörden bei Verstößen gegen die Insiderverbote erleichtern.<sup>514</sup>

<sup>509</sup> Durch Beschluss des EWR-Ausschusses wurde die MarktmissbrauchsRL auch für den gesamten EWR anwendbar. Beschluss des Gemeinsamen EWR-Ausschusses 38/2004 v 23.4.2004 zur Änderung des Anhangs IX (Finanzdienstleistungen) des EWR-Abkommens, ABI L 2004/277, 7.

<sup>510</sup> CESR, Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (2008), CESR/08-099, 2. Vgl. auch Erwägungsgrund 39 der MarktmissbrauchsRL, der die Mitgliedsstaaten auffordert, bei der Festlegung der Sanktionen die Notwendigkeit einer gewissen Einheitlichkeit der Regelungen der einzelnen Mitgliedsstaaten im Auge zu behalten.

<sup>511</sup> Beispielsweise ist die Durchbrechung des österreichischen Bankgeheimnisses gemäß § 38 Abs 2 Z 1 BWG nur im Zusammenhang mit einem Strafverfahren auf Grund einer gerichtlichen Bewilligung zulässig.

<sup>512</sup> Kommission der Europäischen Gemeinschaften, Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), KOM (2001) 281, 5.

<sup>513</sup> Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments, Bericht über den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), A-5-0069/2002, 60; Schmitz, ZStW 115 (2003) 513ff.

<sup>514</sup> Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 14 Rz 2 u § 18 Rz 3f; Kalss, Anlegerinteressen 288 mwN.

#### a) *Ad-hoc Publizitätspflicht*

Die Ad-hoc Publizitätspflicht wurde auf europäischer Ebene durch die Richtlinie 79/279/EWG<sup>515</sup> eingeführt. Die präventive Wirkung gegen Insiderhandel war zunächst eingeschränkt, weil lediglich wesentliche Veränderungen der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage des Emittenten und nicht grundsätzlich kursrelevante Informationen erfasst wurden.<sup>516</sup> In weiterer Folge wurde die Ad-hoc Pflicht durch die InsiderRL und schließlich die MarktmissbrauchsRL wesentlich novelliert. Gemäß Art 6 Abs 1 MarktmissbrauchsRL haben alle Emittenten von Finanzinstrumenten Insiderinformationen, die sie unmittelbar betreffen,<sup>517</sup> so bald als möglich nach deren Entstehen der Öffentlichkeit bekanntzugeben und die Ad-hoc Mitteilung während eines angemessenen Zeitraums auf ihrer Internet-Seite zum Abruf bereitzuhalten.<sup>518</sup> Von der Ad-hoc Publizitätspflicht werden gemäß Art 9 MarktmissbrauchsRL Emittenten erfasst, deren Finanzinstrumente zum Handel auf einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat zugelassen sind oder die eine Zulassung zu einem derartigen Markt beantragt haben.

Wird eine Insiderinformation irrtümlich an einen Dritten weitergeben, ist gemäß Art 6 Abs 3 MarktmissbrauchsRL unverzüglich eine Ad-hoc Mitteilung zu veröffentlichen. Im Fall einer beabsichtigten Weitergabe hat die Veröffentlichung zeitgleich mit der Weitergabe zu erfolgen, sofern der Empfänger nicht zur Vertraulichkeit verpflichtet ist.

Art 2 Abs 1 DurchführungsRL 2003/124/EG schreibt vor, dass die Öffentlichkeit durch die Ad-hoc Mitteilung korrekt, vollständig und nicht irreführend zu informieren ist. Sofern sich eine bereits veröffentlichte Insiderinformation nachträglich ändert, ist diese Veränderung ebenfalls mit einer Ad-hoc Mitteilung bekanntzumachen.

Gemäß Art 2 Abs 4 DurchführungsRL 2003/124/EG hat die Veröffentlichung der Ad-hoc Mitteilung so zeitgleich wie möglich für alle Anlegerkategorien in den Mitgliedstaaten zu erfolgen, in

---

<sup>515</sup> Richtlinie 79/279/EWG des Rates v 5.3.1979 zur Koordinierung der Bedingungen für die Zulassung von Wertpapieren zur amtlichen Notierung an einer Wertpapierbörse, ABl L 1979/66, 21.

<sup>516</sup> Assmann, AG 1994, 206; Heidmeier, Die Ad-hoc-Publizität gemäß § 44a BörsG im System der Berichtspflichten für börsennotierte Aktiengesellschaften, AG 1992, 110 (113f).

<sup>517</sup> Eine unmittelbare Betroffenheit ist insbesondere dann gegeben, wenn sich die Information auf Umstände bezieht, die im Tätigkeitsbereich des Emittenten eingetreten sind. Dies können auch außerhalb des Emittenten eingetretene Umstände sein. BaFin, Emittentenleitfaden 53f.

<sup>518</sup> In der Literatur wird diskutiert, ob auch eine Ad-hoc Meldung bei Auftreten von Gerüchten zu erstatten ist. Nach hM ist nur bei konkreten Gerüchten über vermeintlich vertrauliche Tatsachen erforderlich, wenn der Vertraulichkeitsbruch beim Emittenten aufgetreten ist. Zimmer/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 15 WpHG Rn 72 mwN; Brandt/Süßmann, Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität - Folgen für den Ablauf und Gestaltung von M&A Transaktionen, AG 2004, 642 (657).

denen diese Emittenten die Zulassung ihrer Finanzinstrumente zum Handel auf einem geregelten Markt beantragt oder bereits erhalten haben. Der Emittent kann gemäß Art 6 Abs 2 MarktmissbrauchsRL die unverzügliche Veröffentlichung der Insiderinformation auf eigene Verantwortung aufschieben, wenn diese Bekanntgabe seinen berechtigten Interessen schaden könnte, der Aufschub nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen, und der Emittent in der Lage ist, die Vertraulichkeit der Information für den Zeitraum bis zu ihrer Veröffentlichung zu gewährleisten.<sup>519</sup> Die Mitgliedsstaaten können vorsehen, dass die jeweils zuständige Behörde vom Emittenten unverzüglich von der Entscheidung, die Bekanntgabe der Insiderinformationen aufzuschieben, zu unterrichten ist.

#### ***b) Directors' Dealings Meldepflicht***

Die Führungskräfte eines Emittenten von Finanzinstrumenten haben gemäß Art 6 Abs 4 MarktmissbrauchsRL zumindest die jeweils zuständige Behörde über alle Eigengeschäfte mit Aktien des genannten Emittenten oder mit sich darauf beziehenden Derivaten oder anderen Finanzinstrumenten zu unterrichten. Die Directors' Dealings Meldepflicht ist nach Art 9 MarktmissbrauchsRL auf Emittenten anzuwenden, deren Finanzinstrumente zum Handel auf einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat zugelassen sind oder die eine Zulassung zu einem derartigen Markt beantragt haben.

Als Führungskräfte definiert Art 1 Z 1 DurchführungsRL 2004/72/EG Personen, die einem Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgan des Emittenten angehören oder befugt sind, unternehmerische Entscheidungen über zukünftige Entwicklungen und Geschäftsperspektiven des Emittenten zu treffen, und die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen mit direktem oder indirektem Bezug zum Emittenten haben.

Die Meldepflicht erstreckt sich auch auf den Führungskräften nahestehende Personen. Dazu zählen gemäß Art 1 Z 2 DurchführungsRL 2004/72/EG der Ehegatte oder ein sonstiger Lebensgefährte der Führungskraft, der nach dem Recht eines Mitgliedsstaats einem Ehegatten gleichgestellt ist, ein nach dem Recht eines Mitgliedsstaats unterhaltsberechtigtes Kind der Führungskraft und dessen sonstige Familienmitglieder, die vor dem betreffenden Geschäft für die Dauer von

---

<sup>519</sup> Diese allgemeinen Voraussetzungen für einen Aufschub der Ad-hoc Mitteilung werden durch Art 3 Abs 1 u 2 DurchführungsRL 2003/124/EG konkretisiert.

mindestens einem Jahr mit diesem in einem Haushalt gelebt haben.<sup>520</sup> Weiters zählen dazu juristische Personen, treuhändisch tätige Einrichtungen oder Personengesellschaft, deren Führungsaufgaben durch die betreffende Führungskraft wahrgenommen werden, die direkt oder indirekt von dieser Führungskraft kontrolliert werden, die zugunsten dieser Führungskraft gegründet wurden oder deren wirtschaftliche Interessen weitgehend denen der betreffenden Führungskraft entsprechen.

Weiters haben die Mitgliedsstaaten sicherzustellen, dass die Directors' Dealings Meldungen so bald wie möglich veröffentlicht werden, sodass diese auf einfache Weise allgemein zugänglich sind.

#### *c) Meldepflicht bei Verdachtsfällen*

Um die Bekämpfung von Marktmissbrauch zu erleichtern, sieht die MarktmissbrauchsRL eine Meldepflicht von verdächtigen Transaktionen vor. Kreditinstitute, Wertpapierfirmen und sonstige Personen, die beruflich Geschäfte mit Finanzinstrumenten tätigen, haben gemäß Art 6 Abs 9 MarktmissbrauchsRL unverzüglich die jeweils zuständige Behörde informieren, wenn sie den begründeten Verdacht haben, dass eine Transaktion ein Insidergeschäft oder eine Marktmanipulation darstellen könnte.

Art 9 DurchführungsRL 2004/72/EG schreibt Mindestinformationen vor, die eine Meldung verdächtiger Transaktionen zu enthalten hat. Insbesondere sind die Art des Geschäfts und des Handels, die Gründe für den Verdacht des Marktmissbrauchs und die Identität des potentiellen Täters anzugeben.

### **3.3. Compliance**

Während das Insiderrecht in der MarktmissbrauchsRL und den DurchführungsRL umfassend geregelt wird, werden die Insider-Compliance-Pflichten, die von den Mitgliedsstaaten den Emittenten aufzuerlegen sind, nur in sehr eingeschränktem Ausmaß behandelt. Als einzige permanente Compliance-Pflicht ordnet Art 6 Abs 3 der MarktmissbrauchsRL die Erfassung von Personen, die Zugang zu Insiderinformationen eines Emittenten haben, in einem Insiderverzeichnis an. Hinzu kommt eine allgemein gehaltene Compliance-Pflicht in Art 6 Abs 2, die im Fall des Auf-

---

<sup>520</sup> *Preusche* kritisiert, dass die Miteinbeziehung von erwachsenen, nicht im Haushalt lebenden Kindern in die Directors' Dealings Meldepflicht über die international üblichen Regeln hinausgeht. *Preusche* in *Heidel*, Aktienrecht, Compliance-Regeln Rn 16.

schubs einer Ad-hoc Mitteilung zur Anwendung gelangt. Die Konkretisierung dieser Pflichten wurde den, im Rahmen des Lamfalussy-Verfahrens erlassenen, Durchführungsrichtlinien RL 2003/124/EG und RL 2004/72/EG vorbehalten. Von dieser Möglichkeit wurde auf europäischer Ebene jedoch nur eingeschränkt Gebrauch gemacht.

### 3.3.1. Insiderverzeichnis

Der Emittent oder in seinem Auftrag oder für seine Rechnung handelnde Personen haben gemäß Art 6 Abs 3 MarktmissbrauchsRL ein Insiderverzeichnis über jene Personen zu erstellen, die für sie auf Grundlage eines Arbeitsvertrags oder anderweitig tätig sind und regelmäßig oder anlassbezogen Zugang zu Insiderinformationen mit direktem oder indirektem Bezug zum Emittenten haben. Darin sind gemäß Art 5 Abs 2 DurchführungsRL 2004/72/EG die Personalien dieser potentiellen Insider und der Grund für deren Erfassung im Insiderverzeichnis aufzuzeichnen, genauso wie dessen Erstellungs- und Aktualisierungsdatum.<sup>521</sup> Eine Aktualisierung ist unverzüglich vorzunehmen, wenn insbesondere neue Personen zum Verzeichnis hinzugefügt werden, oder wenn Personen ihren Zugang zu Insiderinformationen verlieren, wobei in diesem Fall zu dokumentieren ist, ab welchem Zeitpunkt kein Zugang mehr besteht. Gemäß Art 5 Abs 4 DurchführungsRL 2004/72/EG ist das Insiderverzeichnis nach seiner Erstellung bzw. letzten Aktualisierung für mindestens fünf Jahre aufzubewahren.<sup>522</sup>

Durch geeignete Maßnahmen ist gemäß Art 6 Abs 5 MarktmissbrauchsRL sicherzustellen, dass die im Insiderverzeichnis erfassten Personen die aus Rechts- und Verwaltungsvorschriften erwachsenden Pflichten anerkennen und sich der Sanktionen bewusst sind, die bei einer missbräuchlichen Verwendung bzw. einer nicht ordnungsgemäßen Verbreitung von Insiderinformationen verhängt werden.

Dem Insiderverzeichnis kommen als unternehmensinternem Instrument zur Prävention von Insidergeschäften vier Funktionen zu. Der Emittent soll die erforderlichen Maßnahmen setzen, um den Fluss von Insiderinformationen zu regulieren und zu überwachen (Organisations- und Überwachungsfunktion), die systematische Erfassung der potentiellen Insider und deren Belehrung über Sanktionen bei Verstößen gegen die Insiderverbote sollen präventiv wirken (Abschreckungsfunktion), die im Insiderverzeichnis erfassten Daten erleichtern Ermittlungen bei Verstößen

---

<sup>521</sup> In acht Mitgliedsstaaten sind zusätzlich zu den gemäß MarktmissbrauchsRL aufzunehmenden Mindestangaben weitere Informationen im Insiderverzeichnis zu erfassen. CESR, Review Panel report. MAD Options and Discretions 2009, CESR/09-1120, 125.

<sup>522</sup> In zwei Mitgliedsstaaten sind Insiderverzeichnisse für einen längeren Zeitraum als für fünf Jahre aufzubewahren. CESR, Review Panel report. MAD Options and Discretions 2009, CESR/09-1120, 126.

ßen gegen die Insiderverbote (Strafverfolgungsfunktion) und die Belehrungspflicht erleichtert für die Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden den Beweis der subjektiven Tatbestandsvoraussetzungen, weil Insider explizit auf die Insiderverbote hingewiesen werden (Durchsetzungsfunktion).<sup>523</sup>

#### **3.3.2. Gewährleistung der Vertraulichkeit bei Aufschub einer Ad-hoc Mitteilung**

Gemäß Art 6 Abs 2 MarktmissbrauchsRL darf der Emittent die Bekanntgabe einer Insiderinformation auf eigene Verantwortung aufschieben, wenn diese Bekanntgabe seinen berechtigten Interessen schaden könnte, sofern unter anderem der Emittent in der Lage ist, die Vertraulichkeit der Information zu gewährleisten. Art 3 Abs 2 DurchführungsRL 2003/124/EG definiert einen Mindestkatalog an Maßnahmen, die zur Gewährleistung der Vertraulichkeit zu ergreifen sind. Erstens hat der Emittent wirksame Vorkehrungen zu treffen, sodass nur jene Personen Zugang zur Insiderinformation erlangen, für die diese zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben unerlässlich ist. Zweitens hat der Emittent – wie auch für im Insiderverzeichnis erfasste Personen - sicherzustellen, dass diese Personen die sich aus dem Zugang zur Insiderinformation ergebenden rechtlichen sowie regulatorischen Pflichten anerkennen und sich der Sanktionen bewusst sind, die bei einer missbräuchlichen Verwendung bzw. einer nicht ordnungsgemäßen Verbreitung dieser Information verhängt werden. Schlussendlich hat der Emittent Maßnahmen zu ergreifen, die eine unmittelbare Bekanntgabe der Insiderinformation durch eine Ad-hoc Mitteilung sicherstellen, sofern die Vertraulichkeit dieser Information nicht mehr gewährleistet werden kann.

---

<sup>523</sup> *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rz 3; *Zimmer* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> § 15b WpHG Rn 3.

## 4. Insiderrecht und Compliance in Österreich

Art 10 Abs 1 Z 5 B-VG weist dem Bund die Kompetenz zur Gesetzgebung und Vollziehung des Geld-, Kredit-, Börse- und Bankwesens zu und dient somit als kompetenzrechtliche Grundlage zum Erlass kapitalmarktspezifischer Gesetzen in Österreich. Die Kompetenz zur Gesetzgebung und Vollziehung des Zivilrechtswesens einschließlich des wirtschaftlichen Assoziationswesens, d.h. des Gesellschaftsrechts, sowie des Strafrechtswesens wird dem Bund durch Art 10 Abs 1 Z 6 B-VG übertragen.

Die Aktiengesellschaft ist - abgesehen von der gemeinschaftsrechtlich harmonisierten Europäischen Aktiengesellschaft - der einzige börsenfähige österreichische Gesellschaftstyp. Obwohl sich das Aktiengesetz am Leitbild der börsenoffenen Publikumsgesellschaft orientiert,<sup>524</sup> notierten 2011 lediglich 75 österreichische Aktiengesellschaften an einem geregelten Markt der Wiener Börse.

### 4.1. Entwicklung

Das österreichische Insiderrecht kann nicht auf eine lange Tradition zurückblicken. Im Allgemeinen wird dieser Umstand auf die geringe Bedeutung des Börseplatzes Wien zurückgeführt,<sup>525</sup> die auch daraus resultierte, dass von österreichischen Unternehmen die Fremdfinanzierung durch Bankkredite lange Zeit gegenüber der Finanzierung über den Kapitalmarkt bevorzugt wurde.<sup>526</sup> Seit Mitte der 1980er gewann die Wiener Börse im Zuge der Privatisierung staatlicher Unternehmen und der europäischen Finanzmarktliberalisierung an Attraktivität. Dadurch rückte auch die Thematik des Insiderhandels in den Blickpunkt.<sup>527</sup>

Bis in die 1980er konnten sich die Befürworter einer gesetzlichen Regulierung des Insiderhandels im Einklang mit internationalen Standards gegen den starken Widerstand in Österreich nicht

---

<sup>524</sup> *Kalss/Schauer*, Die Reform des Kapitalgesellschaftsrechts, GesRZ 2006, 171 (172).

<sup>525</sup> Die Wiener Börse war in ihrer Anfangsphase bis zum Börsenkrach 1873 eine der führenden Börsen Europas. *Resch*, Wien – Die wechselvolle Entwicklung eines Finanzplatzes in Zentraleuropa, in *Beckers*, Europäische Finanzplätze im Wettbewerb (2006) 93 (102ff).

<sup>526</sup> *Zechner* in *Doralt/Kalss*, Franz Klein 77; *Weber*, Kapitalmarktrecht 70; *Kalss*, Österreichisches Börsen- und Kapitalmarktrecht, in *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform (1997) 1167 (1177 u 1181).

<sup>527</sup> Vgl. *Weber*, Kapitalmarktrecht 71 mwN; *Haschek* in FS Frotz 510; *Kretschmer*, ÖBA 1992, 554; *Altendorfer*, Insidergeschäfte – Rechtsgrundlagen und Sanktionen (1992) 15.

durchsetzen.<sup>528</sup> 1987 wurden von der Wiener Börsekammer *Richtlinien zur Hintanhaltung von Insidergeschäften* ausgearbeitet, die sich am, seit den 1970ern in Deutschland praktizierten, Modell der freiwilligen Selbstkontrolle orientierten. Im Fall eines Verstoßes gegen die Richtlinien war eine Konventionalstrafe gegen jene Personen vorgesehen, die sich der Richtlinie freiwillig unterworfen hatten.<sup>529</sup>

Der Grundstein für ein modernes Kapitalmarktrecht wurde durch das Börsegesetz 1989<sup>530</sup> gelegt.<sup>531</sup> Das bis dahin geltende Börsegesetz 1875 entsprach nicht mehr den Anforderungen der Zeit und regelte das Börsewesen lediglich rudimentär.<sup>532</sup> Ziel des Börsegesetzes 1989 war es, das österreichische Recht an das EG-Recht anzugleichen, weil befürchtet wurde, dass anderenfalls österreichische Emittenten keinen oder nur erschwerten Zugang zu den Kapitalmärkten der EG-Mitgliedsstaaten haben würden.<sup>533</sup>

Das Börsegesetz 1989 ist nicht nur der Grundstein des modernen österreichischen Kapitalmarktrechts, sondern auch jener des österreichischen Insiderrechts. Da der Gesetzgeber die Zeit noch nicht reif für eine strafrechtliche Sanktion wählte,<sup>534</sup> wurde am System der Selbstregulierung festgehalten. Jedoch wurde die Wiener Börsekammer gemäß § 26 Abs 1 BörseG aF dazu verpflichtet, „*die im Interesse des Anlegerschutzes und zur Wahrung des Ansehens der österreichischen Börsen erforderlichen Regeln für die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer zu erlassen*“. Der Schwachpunkt dieser Regelung war, dass sich von Gesetzeswegen lediglich ein eingeschränkter Kreis an Personen den Regeln der Börsenkammer zu unterwerfen hatte.<sup>535</sup>

In Umsetzung der Vorgaben des Börsegesetzes 1989 erließ die Wiener Börsekammer 1990 neue Insiderregeln, die die Richtlinie aus dem Jahr 1987 ablösten und eine Konventionalstrafe für Insiderhandel vorsahen. Dies änderte aber nichts daran, dass das System der Selbstregulierung als

---

<sup>528</sup> Schinnerer, ÖBA 1985, 273.

<sup>529</sup> Hausmaninger/Kretschmer/Oppitz, Insiderrecht und Compliance (1995) 13; Kretschmer, ÖBA 1992, 554f.

<sup>530</sup> Börsegesetz 1989 BGBl 1989/555.

<sup>531</sup> Nicht der Reformwille des Gesetzgebers sondern der VfGH gab den Anstoß zu dieser Novelle, weil dieser einen Teil des Börsegesetzes und die Börseordnung wegen Verstoß gegen das Determinierungsgebot aufhob. VfGH 13.12.1988, G 169/88, V 120/88.

<sup>532</sup> Ein Großteil des materiellen Börsewesens wurde nicht durch das Börsegesetz 1875 sondern durch die Börseordnung und Richtlinien der Wiener Börsekammer geregelt.

<sup>533</sup> ErläutRV 1049 BlgNR 18. GP 31; Hausmaninger, Insider Trading 369.

<sup>534</sup> ErläutRV 1049 BlgNR 18. GP zu § 26.

<sup>535</sup> Gemäß §§ 18 Z 5, 20 Abs 4, 36 Abs 6 sowie 82 Abs 5 BörseG waren Börsemitglieder, Börsebesucher, Börsesensale, sowie Mitglieder des Vorstands und Aufsichtsrats von an der Wiener Börse gelisteten Unternehmen verpflichtet, sich den Regeln zu unterwerfen.

ineffizient kritisiert wurde, weil es weder das Unrechtsbewusstsein förderte, noch zur Aufdeckung von Insiderfällen beitrug oder präventiv wirkende Konsequenzen für Insider nach sich zog.<sup>536</sup> Demgemäß verwundert es auch nicht, dass an der Wiener Börse nur ein einziger Fall von Insiderhandel durch die Börsekammer aufgedeckt wurde, obwohl es wiederholt zu auffallenden Kursentwicklungen bei einzelnen Aktien kam.<sup>537</sup> Zusätzlich geriet der österreichische Kapitalmarkt auch wegen gesetzlicher Hindernisse bei der Aufklärung von Insiderhandelsfällen unter internationalen Druck.<sup>538</sup> Hierbei standen das Bankgeheimnis und die Zulässigkeit anonymer Wertpapierdepots<sup>539</sup> im Zentrum der Kritik, weil diese die Aufklärung von Insiderhandelsverdachtsfällen erschwerten. Die Durchbrechung des Bankgeheimnisses gemäß § 23 Abs 2 Z 1 KWG (heute § 38 Abs 2 Z 1 BWG) war nur im Zusammenhang mit einem Strafverfahren auf Grund einer gerichtlichen Bewilligung möglich. Solange Insiderhandel gerichtlich nicht strafbar war, war eine Aufklärung aufgrund des Bankgeheimnisses *de facto* kaum möglich.

Somit sprachen die Erfahrungen mit dem System der Selbstregulierung, europäische und internationale Entwicklungen und das Bankgeheimnis für eine strafrechtliche Lösung des Insiderproblems in Österreich.<sup>540</sup> Die Befürworter der Kriminalisierung konnten sich 1993 gegenüber dem anhaltenden Widerstand aus Börsereisen durchsetzen, als der Straftatbestand des Insiderhandels durch die Börsegesetz-Novelle 1993<sup>541</sup> eingeführt wurde. Der Gesetzgeber orientierte sich aufgrund des möglichen Beitritts zur Europäischen Union bereits am Insiderstrafatbestand der InsiderRL.<sup>542</sup>

Durch die Börsegesetz-Novelle 1993 wurde nicht nur ein modernes Insiderrecht eingeführt, sondern auch eine insiderspezifische Compliance-Pflicht gesetzlich verankert. Bereits ein Jahr zuvor

---

<sup>536</sup> Hinterhofer in Höpfel/Ratz, Wiener Kommentar zum Strafgesetzbuch<sup>2</sup> (2006) BoerseG § 48b Rz 3f; Hausmaninger, Insider Trading 412; Kretschmer, ÖBA 1992, 554f. Die Insiderregeln der Wiener Börsekammer wiesen drei entscheidende Defizite auf. Erstens galten die Insiderregeln nur für Wertpapiere, die an der Wiener Börse notierten. Zweitens wurde zwar die Weitergabe von Insiderinformation untersagt, jedoch gab es kein Empfehlungsverbot. Drittens wurden Sekundärinsider durch die Insiderregeln nicht erfasst. Kals, Economy-Fachmagazin 1993, 131.

<sup>537</sup> Kretschmer, ÖBA 1992, 555; ErläutRV 128 BlgNR 20. GP 2.

<sup>538</sup> ErläutRV 128 BlgNR 20. GP 3; Kretschmer, ÖBA 1992, 554f.

<sup>539</sup> Die Neueröffnung anonymer Wertpapierdepots ist gemäß § 40 Abs 5 BWG seit 1996 nicht mehr zulässig, Transaktionen auf bestehenden anonymen Wertpapierdepots dürfen nur mehr nach Offenlegung der Identität des Depotinhabers durchgeführt werden.

<sup>540</sup> Kretschmer, ÖBA 1992, 556.

<sup>541</sup> Änderung des Börsegesetzes, Börsfondsgesetz 1993 und Aufhebung der Börsfondsnovelle 1925 BGBl 1993/529.

<sup>542</sup> ErläutRV 1110 BlgNR 18. GP 14. Österreich hätte bis zum 1.1.1995 Zeit gehabt, die InsiderRL umzusetzen. Anhang IX, Teil III, Z. 29 des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum. BGBl 1993/909. Obwohl die InsiderRL lediglich eine wirksame Sanktion für Insiderhandel forderte, ging der österreichische Gesetzgeber davon aus, dass eine strafrechtliche Sanktion zur effektiven Umsetzung des Insiderhandelsverbots erforderlich sei. ErläutRV 1110 BlgNR 18. GP 15.

war von den Banken anlässlich der bevorstehenden Novelle das Thema Compliance aufgegriffen worden. Eine Arbeitsgruppe zum Thema Fairness im Wertpapiergeschäft war mit der Erstellung allgemein anerkannter Compliance-Regelungen beauftragt worden. Ergebnis der Arbeiten war der 1993 präsentierte Standard Compliance Code der österreichischen Kreditwirtschaft, der lediglich eine Empfehlung der Wirtschaftskammer an ihre Mitglieder darstellt.<sup>543</sup> Im Gegensatz dazu wurden die Emittenten durch die Börsegesetz-Novelle 1993 gesetzlich zur Insider-Compliance verpflichtet. Darüber hinaus wurde diese dadurch abgesichert, dass diese zur Voraussetzung für und Folgepflicht bei Zulassung zum Amtlichen Handel und Geregelten Freiverkehr der Wiener Börse gemacht wurde.

Der von der Praxis gewünschten Konkretisierung<sup>544</sup> der Compliance-Pflichten gemäß § 82 Abs 5 BörseG, wurde 1994 durch den unverbindlichen *Richtlinien-Katalog für Emittenten zur Verhinderung des Missbrauchs von Insiderinformationen* der Wiener Börsekammer Rechnung getragen.<sup>545</sup> 2002 trat die von der Bundeswertpapieraufsicht (BWA) erlassene Emittenten-Compliance Verordnung (ECV)<sup>546</sup> in Kraft, die die Insider-Compliance-Pflichten von Emittenten verbindlich regelte. Bemerkenswert war, dass in diesem einen Fall Österreich ausnahmsweise eine Vorreiterrolle einnahm, weil das europäische Insiderrecht zu diesem Zeitpunkt noch keine Insider-Compliance-Pflicht kannte. Der Anwendungsbereich der ECV wurde von der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) durch die Novellen 2005<sup>547</sup> und 2007<sup>548</sup> erweitert.

Das heute geltende Insiderrecht wurde durch die Börsegesetz-Novelle 2004<sup>549</sup> eingeführt, mit der die MarktmissbrauchsRL umgesetzt wurde. Diese umfassende Novelle gestaltete unter anderem den Insiderstraftatbestand neu, erhöhte die Strafdrohung und führte strafprozessuale Sonderregelungen für die Verfolgung von Insiderhandel ein.

---

<sup>543</sup> VwGH 05.11.2003, 2003/17/0212.

<sup>544</sup> Vgl. *Hausmaninger*, ÖBA 1993, 856f.

<sup>545</sup> *Zuffer/Karollus-Brunner*, Compliance für Emittenten (I), *ecolex* 2002, 251 (251); *Hausmaninger/Ketzer*, Die neue Emittenten-Compliance-Verordnung, ÖBA 2002, 215 (215); *Hausmaninger/Kretschmer/Oppitz*, Insiderrecht und Compliance 150ff.

<sup>546</sup> Verordnung der Bundes-Wertpapieraufsicht (BWA) über Grundsätze für die Informationsweitergabe im Unternehmen sowie betreffend organisatorische Maßnahmen zur Vermeidung von Insiderinformationsmissbrauch für Emittenten (Emittenten-Compliance-Verordnung – ECV), AÖFV 2001/210.

<sup>547</sup> Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über Grundsätze für die Informationsweitergabe im Unternehmen sowie betreffend organisatorische Maßnahmen zur Vermeidung von Insiderinformationsmissbrauch für Emittenten (Emittenten-Compliance-Verordnung -ECV), BGBl II 2005/108.

<sup>548</sup> Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über Grundsätze für die Informationsweitergabe im Unternehmen sowie betreffend organisatorische Maßnahmen zur Vermeidung von Insiderinformationsmissbrauch für Emittenten (Emittenten-Compliance-Verordnung 2007 – ECV 2007), BGBl II 2007/213.

<sup>549</sup> Bundesgesetz, mit dem das Börsegesetz und das Wertpapieraufsichtsgesetz geändert werden, BGBl I 2004/127.

Zusammengefasst lässt sich im Hinblick auf die Entwicklung des österreichischen Insider- und Compliance-Rechts festhalten, dass nicht eigenständige österreichische Reformen, sondern vielmehr europäische Richtlinien, die erfolgreiche Entwicklung der anglo-amerikanischen Kapitalmärkte und der daraus resultierende internationale Anpassungsdruck zum Motor des österreichischen Kapitalmarktrechts wurden.<sup>550</sup>

## 4.2. Insiderrecht

Der österreichische Gesetzgeber hat sich bei der Umsetzung des Verbots des Missbrauchs von Insiderinformationen fast wörtlich an die Vorgaben der MarktmissbrauchsRL gehalten. Aufgrund der Harmonisierung des europäischen Insiderrechts wird auf deren Darstellung in Kapitel 3.2 verwiesen. An dieser Stelle ist vielmehr die Sanktion für einen Verstoß gegen die Insiderverbote von Interesse, für die die MarktmissbrauchsRL ausschließlich vorgegeben hat, dass sie abschreckend und verhältnismäßig sein muss.

Das österreichische Insiderrecht sieht mit § 48b BörseG ein strafrechtliches Verbot vor, das als abstraktes Gefährdungsdelikt zu qualifizieren ist.<sup>551</sup> Die Erzielung eines bestimmten Erfolgs ist zur Tatbestandserfüllung nicht erforderlich. Nach hM ist der Schutzzweck die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, wobei nach *Hinterhofer* auch die Vermögensinteressen einzelner Anleger als eigenständiger Schutzzweck hinzu treten.<sup>552</sup>

§ 48b BörseG differenziert zwischen Primär- und Sekundärinsidern, wobei diese Unterscheidung nur auf Ebene der Strafdrohung erfolgt. Die unterschiedliche Strafdrohung für diese Personengruppen spiegelt nach Ansicht des Gesetzgebers den unterschiedlichen Unrechtsgehalt der Tat wider.<sup>553</sup> Neben der Unterscheidung zwischen Primär- und Sekundärinsidern enthält die Strafdrohung des § 48b BörseG auch eine Wertqualifikation, wenn durch die Tat ein 50.000 Euro übersteigender Vermögensvorteil verschafft wird.

---

<sup>550</sup> Vgl. *Mengl/Prader*, Aktuelle internationale Trends im Compliance-Bereich unter Berücksichtigung der Neuregelungen durch die Richtlinie für Märkte für Finanzinstrumente, ZFR 2006, 30 (37); *Kalss*, ZfV 1998, 254; *Haschek* in FS Frotz 513.

<sup>551</sup> *Hinterhofer* in WK<sup>2</sup> BoerseG § 48b Rz 17.

<sup>552</sup> *Hinterhofer* in WK<sup>2</sup> BoerseG § 48b Rz 11.

<sup>553</sup> ErlRV 546 BlgNR 22. GP, 4.

#### 4.2.1. Tatbestand

##### a) *Tathandlungen*

Gemäß § 48b Abs 1 u 2 BörseG ist es einem Primär- oder Sekundärinsider verboten eine Insiderinformation auszunützen, indem er Finanzinstrumente kauft, verkauft oder Dritten anbietet oder empfiehlt, oder diese Information, ohne dazu verhalten zu sein, einem Dritten zugänglich macht. Somit ist umfassend ein Transaktions-, Angebots-, Empfehlungs- und Weitergabeverbot vorgesehen.

Darüber hinaus ist gemäß § 48b Abs 3 BörseG auch ein bloßes Verwenden von Insiderinformationen durch Primär- und Sekundärinsider für die in § 48b Abs 1 u 2 BörseG genannten Tathandlungen verboten.

##### b) *Subjektive Tatseite*

Der Tatbildvorsatz bei Verstößen gegen die Insiderverbote muss sich auf die Stellung des Täters als Primärinsider und das Vorliegen einer Insiderinformation beziehen, beim Sekundärinsider jedoch nur auf Letzteres. Der Primär- oder Sekundärinsider muss mit dem Bereicherungsvorsatz handeln, sich oder einem Dritten einen Vermögensvorteil zu verschaffen. Bei § 48b Abs 1 und 2. Fall BörseG muss der Vorsatz auch die Wertqualifikation umfassen.<sup>554</sup> Gemäß § 5 Abs 2 StGB genügt bedingter Vorsatz.

Der Begriff des „Ausnutzens“ von Insiderinformationen wurde vom Gesetzgeber unglücklich gewählt. Im Gegensatz zu Art 2 der InsiderRL erfordert Art 2 der MarktmissbrauchsRL statt „ausnutzen“ nur mehr „nutzen“. Damit wurde klargestellt, dass kein höheres Maß an Vorsatz für einen Verstoß gegen die Insiderverbote erforderlich ist. Ausnutzen liegt daher vor, wenn die Information kausal für die Handlung war.<sup>555</sup> Diese Sicht wurde auch durch das Spector Urteil des EuGH bestätigt.<sup>556</sup>

Im Gegensatz zu § 48 Abs 1 u 3 BörseG erfordert Abs 3 weder ein Ausnutzen einer Insiderinformation noch einen Bereicherungsvorsatz. Ein bloßes Verwenden der Insiderinformation in zumindest grob fahrlässiger Unkenntnis ihres Charakters genügt.<sup>557</sup> Handlungen, bei denen die

---

<sup>554</sup> *Hinterhofer* in WK<sup>2</sup> BoerseG § 48b Rz 77ff.

<sup>555</sup> *Hinterhofer* in WK<sup>2</sup> BoerseG § 48b Rz 72.

<sup>556</sup> Vgl. Kapitel 3.2.6.

<sup>557</sup> Zur rechtspolitischen Kritik an § 48b Abs 3 BörseG *Hinterhofer* in WK<sup>2</sup> BoerseG § 48b Rz 82.

Insiderinformation in der Handlungsentscheidung nicht berücksichtigt wird, genügen daher nicht.<sup>558</sup>

#### 4.2.2. Unternehmensstrafrecht

Durch das 2006 in Kraft getretene Verbandsverantwortlichkeitsgesetz (VbVG)<sup>559</sup> wurde in Österreich ein Unternehmensstrafrecht eingeführt. Österreich war einer der letzten europäischen Staaten, der die Verantwortlichkeit juristischer Personen für gerichtlich strafbares Handeln anerkannt hat. Anlass für die Erlassung des VbVG waren europa- und völkerrechtliche Verpflichtungen Österreichs.<sup>560</sup> Dem Unternehmensstrafrecht liegt der Gedanke zugrunde, dass der Verband nicht die gebotene und zumutbare Sorgfalt zur Verhinderung von Straftaten aufgewendet hat.<sup>561</sup> Durch das VbVG sollen Verbände einen Anreiz erhalten, ein effektives Risikomanagement einzuführen, um die Gefahr einer Straftat durch Unternehmensangehörige zu minimieren.<sup>562</sup>

Verbände sind gemäß § 1 Abs 2 VbVG juristische Personen sowie eingetragene Personengesellschaften und Europäische wirtschaftliche Interessenvereinigungen. Keine Verbände sind unter anderem Bund, Länder, Gemeinden und andere juristische Personen, soweit sie in Vollziehung der Gesetze handeln. Gemäß § 1 Abs 1 VbVG können Verbände für sämtliche nach einem Bundes- oder Landesgesetz mit gerichtlicher Strafe bedrohte Handlungen und Unterlassungen verantwortlich sein.<sup>563</sup> § 3 Abs 4 VbVG stellt klar, dass die Verantwortlichkeit eines Verbandes und die Strafbarkeit von Entscheidungsträgern oder Mitarbeitern wegen derselben Tat einander nicht ausschließen.

Mangels Regelung im VbVG ist ein direkter Durchgriff auf die Konzernmutter bei einer Verbandsstraftat im Konzernverhältnis nicht möglich. Jedoch kann die Konzernmutter Beteiligungstäterin sein.<sup>564</sup> Dies gilt auch für Subunternehmer.<sup>565</sup>

<sup>558</sup> *Schuhmacher*, Zur Auslegung des neu gefaßten Tatbestands des Mißbrauchs einer Insider-Information, ÖBA 2005, 533 (538).

<sup>559</sup> Verbandsverantwortlichkeitsgesetz BGBl I 2005/151.

<sup>560</sup> Die EU-Mitgliedsstaaten bedienen sich bei der Verantwortlichkeit juristischer Personen vorrangig des gerichtlichen Strafrechts. Vorreiter der europäischen Entwicklung waren die Niederlande, deren Recht seit 1950 die Strafbarkeit juristischer Personen kennt. *Stärker*, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz (2007) 19ff u 29f; *Hilf*, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz (2006) 9.

<sup>561</sup> ErlRV 994 BlgNR 22. GP 22f u 25.

<sup>562</sup> ErlRV 994 BlgNR 22. GP 2; *Stärker*, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz 19; *Hilf*, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz 16.

<sup>563</sup> Das VbVG ist auf Finanzvergehen jedoch nur insoweit anzuwenden, als dies im Finanzstrafgesetz vorgesehen ist.

<sup>564</sup> *Hilf/Zeder* in WK<sup>2</sup> VbVG § 1 Rz 12; *Hilf*, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz 22.

<sup>565</sup> Vgl. *Hilf/Zeder* in WK<sup>2</sup> VbVG § 2 Rz 26.

##### a) **Verantwortlichkeit**

Allgemeine Voraussetzung für eine Verbandsverantwortlichkeit ist gemäß § 3 Abs 1 VbVG, dass die Tat innerhalb des Wirkungs- und Einflussbereichs des Verbands und zu dessen Gunsten begangen worden ist oder, dass durch die Tat Pflichten verletzt worden sind, die den Verband betreffen. Zu Gunsten des Verbands begangen bedeutet, dass der Verband einen Vorteil erlangt hat oder erlangen hätte sollen bzw. sich einen Aufwand erspart hat oder ersparen hätte sollen. Darunter fallen auch mittelbare Bereicherung oder Aufwandsersparnis, wenn beispielsweise Aufträge aufgrund von Bestechung erwirkt wurden.<sup>566</sup> Die Pflichten des Verbandes ergeben sich nach dessen Tätigkeitsfeld vor allem aus dem Zivil- und Verwaltungsrecht.<sup>567</sup>

Darüber hinaus sind gemäß § 3 Abs 2 u 3 VbVG spezielle Voraussetzungen zu erfüllen, die dabei differenzieren, ob eine Straftat von einem Entscheidungsträger oder von einem Mitarbeiter begangen worden ist. Der Verband ist für eine Straftat durch einen Entscheidungsträger – insbesondere Vorstandsmitglieder, Geschäftsführer, Prokuristen und Aufsichtsräte<sup>568</sup> - verantwortlich, wenn der Entscheidungsträger als solcher die Tat rechtswidrig und schuldhaft begangen hat. Es ist dabei unerheblich, ob der Entscheidungsträger in seinem Aufgabenbereich gehandelt hat.<sup>569</sup>

Eine Verantwortlichkeit des Verbands für eine Straftat eines Mitarbeiters ist weitergehenden Voraussetzungen unterworfen. Mitarbeiter sind jene Personen, die in einem arbeitsvertraglichen oder arbeitnehmerähnlichen Verhältnis zum Verband stehen.<sup>570</sup> Der Mitarbeiter, der die Straftat begangen hat, muss im Rahmen der Tätigkeit des Verbandes gehandelt haben, wobei die Begehung der Tat durch eine Sorgfaltsverletzung seitens eines Entscheidungsträgers zumindest erheblich erleichtert worden sein muss. Der Mitarbeiter muss den Sachverhalt, der dem gesetzlichen Tatbild entspricht, lediglich rechtswidrig verwirklichen, nicht aber schuldhaft handeln. Der Verband ist für eine Straftat, die vorsätzliches Handeln voraussetzt, auch nur dann verantwortlich, wenn ein Mitarbeiter vorsätzlich gehandelt hat. Für eine Straftat, die fahrlässiges Handeln voraussetzt, ist der Verband jedoch bereits dann verantwortlich, wenn der Mitarbeiter die nach den Umständen gebotene Sorgfalt außer Acht gelassen hat. Für die Verantwortlichkeit des Verbands

---

<sup>566</sup> *Hilf*, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz § 3 Anm 2.

<sup>567</sup> *Kienapfel/Höpfel*, Strafrecht Allgemeiner Teil<sup>12</sup> (2009) E 11 Z 9; *Stärker*, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz 104.

<sup>568</sup> Weiters gelten als Entscheidungsträger Personen, die befugt sind, den Verband nach außen zu vertreten. Analog zur Prokura kann eine Vertretungsmacht ausreichen, die auf den Betrieb einer einzelnen Niederlassung beschränkt ist. *Kienapfel/Höpfel*, Strafrecht<sup>12</sup> E 11 Z 11; *Stärker*, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz 85.

<sup>569</sup> *Hilf*, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz § 3 Anm 14.

<sup>570</sup> *Kienapfel/Höpfel*, Strafrecht<sup>12</sup> E 11 Z 13.

ist es jedoch nicht erforderlich, dass festgestellt wird, welcher Mitarbeiter die tatbestandsmäßige Handlung vorgenommen hat.<sup>571</sup> Der Entscheidungsträger, der die Tatbegehung zumindest erleichtert hat, muss objektiv gegen die gebotene und zumutbare Sorgfalt verstoßen haben.<sup>572</sup> Auch hier muss der dafür verantwortliche Entscheidungsträger nicht ausgeforscht werden.<sup>573</sup>

#### **b) Verfolgungsermessen**

Die Staatsanwaltschaft kann gemäß § 18 Abs 1 VbVG von der Verfolgung eines Verbandes absehen oder zurücktreten, wenn eine Verfolgung und Sanktionierung verzichtbar erscheint. Das Verfolgungsermessen der Staatsanwaltschaft gemäß § 18 VbVG ist für das österreichische Strafrecht eine bemerkenswerte Neuerung, weil es eine Abkehr vom Anklagezwang darstellt.<sup>574</sup>

Bei der Ausübung des Verfolgungsermessens sind insbesondere die Schwere und Folgen der Tat, das Verhalten des Verbands nach der Tat und das Gewicht der Pflichtverletzung oder des Sorgfaltsverstoßes abzuwägen. Von der Verfolgung darf gemäß § 18 Abs 2 VbVG jedoch dann nicht abgesehen oder zurückgetreten werden, wenn dies aus spezial- und generalpräventiven Erwägungen oder wegen besonderen öffentlichen Interesses geboten erscheint.<sup>575</sup>

#### **c) Verbandsgeldbuße**

Gemäß § 4 Abs 1 VbVG ist eine Verbandsgeldbuße zu verhängen, wenn ein Verband für eine Straftat verantwortlich ist. Bei der Verbandsgeldbuße handelt es sich um eine Sanktion *sui generis*, weil diese "Buße" aufgrund der Verantwortlichkeit des Verbands verhängt wird und keine "Strafe" darstellt.<sup>576</sup>

Die Verbandsgeldbuße ist mit maximal 180 Tagessätzen begrenzt. Der Tagessatz ist nach der Ertragslage des Verbandes unter Berücksichtigung dessen sonstiger wirtschaftlicher Leistungsfähigkeit zu bemessen, wobei ein Tagessatz höchstens 10.000 Euro beträgt.<sup>577</sup> Bei der Bemes-

<sup>571</sup> Kienapfel/Höpfel, Strafrecht<sup>12</sup> E 11 Z 14.

<sup>572</sup> Kienapfel/Höpfel, Strafrecht<sup>12</sup> E 11 Z 15; Stärker, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz 110.

<sup>573</sup> Hilf, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz § 3 Anm 19.

<sup>574</sup> Stärker, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz 202f.

<sup>575</sup> Nach Stärker stellt das öffentliche Interesse an der Verfolgung den Kern des Verfolgungsermessens dar. Stärker, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz 205. Nach Hilf/Zeder ist der Begriff des öffentlichen Interesses und dessen Abgrenzung zur Generalprävention unklar. Hilf/Zeder in WK<sup>2</sup> VbVG § 18 Rz 12.

<sup>576</sup> Hilf, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz 13f.

<sup>577</sup> Die Verbandsgeldbuße beträgt daher maximal 1,8 Millionen Euro. Während eine betragsmäßige Begrenzung bei der Bewertung der Tagessätze für natürliche Personen nachvollziehbar ist, ist diese bei Verbänden insbesondere im Hinblick auf große, umsatzstarke Kapitalgesellschaften rechtspolitisch nicht überzeugend. Die hM sieht den Höchstbetrag der Verbandsgeldbuße im Hinblick auf die durch das VbVG angestrebte Präventionswirkung als zu

sung der Anzahl der Tagessätze hat das Gericht gemäß § 5 VbVG die Erschwerungs- und Milderungsgründe gegeneinander abzuwägen. Dabei hat sich das Gericht grundsätzlich an den Leitlinien der §§ 32 ff StGB zu orientieren.<sup>578</sup> Die verbandsspezifischen Erschwerungs- und Milderungsgründe sind in § 5 Abs 2 u 3 VbVG demonstrativ aufgezählt. Darunter befinden sich auch compliance-relevante Gründe, nämlich ob dem Verband Organisationsmängel vorzuwerfen sind, ob er Präventionsmaßnahmen ergriffen und erheblich zur Wahrheitsfindung beigetragen hat.

##### **d) Weisung**

Durch § 8 VbVG wird dem Gericht die Möglichkeit eingeräumt, bei ganz oder zum Teil bedingt nachgesehener Verbandsgeldbuße Verbänden Weisungen zu erteilen. Weisungen sind sanktionsergänzende Maßnahmen mit spezialpräventivem Charakter, die jenen Risikofaktoren entgegenwirken sollen, die eine neuerliche Rechtsverletzung begünstigen würden.<sup>579</sup>

Primär ist dem Verband vom Gericht die Weisung aufzutragen, den aus der Tat entstandenen Schaden nach Kräften wiedergutzumachen. Zusätzlich kann das Gericht gemäß § 8 Abs 3 VbVG mit Zustimmung des Verbands technische, organisatorische und personelle Weisungen erteilen, die die zukünftige Begehung von Taten, für die der Verband verantwortlich ist, verhindern sollen.<sup>580</sup> Die Kosten für die Einhaltung von Weisungen trägt grundsätzlich der Verband selbst.<sup>581</sup>

##### **e) Ausschluss des Rückgriffs**

Ein Rückgriff des Verbands auf Entscheidungsträger oder Mitarbeiter ist gemäß § 11 VbVG für Sanktionen – also Verbandsgeldbuße, Verteidigungskosten und Kosten für die Einhaltung von Weisungen - ausgeschlossen. Im Gegensatz dazu ist ein Rückgriff nicht ausgeschlossen, wenn dem Verband per Weisung die Leistung von Schadenersatz auferlegt wurde.<sup>582</sup>

#### **4.2.3. Strafe**

##### **a) Strafdrohung**

Der Missbrauch von Insiderinformationen durch Sekundärinsider mit dem Vorsatz, sich oder einem Dritten einen Vermögensvorteil zu verschaffen, ist gemäß § 48b Abs 2 BörseG mit Frei-

---

niedrig an. Köck, Zur Regierungsvorlage eines Verbandsverantwortlichkeitsgesetzes, JBl 2005, 477 (477); Stärker, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz 122; Hilf/Zeder in WK<sup>2</sup> VbVG § 4 Rz 3 u 16.

<sup>578</sup> Hilf/Zeder in WK<sup>2</sup> VbVG § 5 Rz 1; Stärker, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz 130.

<sup>579</sup> Schroll in WK<sup>2</sup> § 50 Rz 1; Hilf, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz § 8 Anm 3.

<sup>580</sup> Zu Recht kritisch, dass das Weisungsrecht von der Zustimmung des Verbandes abhängt Wegscheider, Das Verbandsverantwortlichkeitsgesetz, JSt 2005, 193 (193).

<sup>581</sup> Schroll in WK<sup>2</sup> § 51 Rz 48.

<sup>582</sup> Hilf, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz § 11 Anm 1f.

heitsstrafe bis zu einem Jahr oder mit Geldstrafe bis zu 360 Tagessätze zu bestrafen. Wird jedoch durch die Tat ein 50.000 Euro übersteigender Vermögensvorteil verschafft, ist eine Freiheitsstrafe bis zu 3 Jahren vorgesehen.

Verwendet ein Primär- oder Sekundärinsider eine Insiderinformation in Kenntnis oder grob fahrlässiger Unkenntnis davon, dass es sich um eine Insiderinformation handelt, jedoch ohne den Vorsatz, sich oder einem Dritten einen Vermögensvorteil zu verschaffen, ist dieser gemäß § 48b Abs 3 BörseG vom Gericht mit Freiheitsstrafe bis zu sechs Monaten oder mit Geldstrafe bis zu 360 Tagessätzen zu bestrafen. Hiervon sind sämtliche Begehungsformen, also die Tätigkeit eines Insidergeschäfts, die Empfehlung und die Weitergabe erfasst.

#### **b) Versuch**

Die Strafdrohungen gegen vorsätzliches Handeln gelten gemäß § 15 StGB nicht nur für die vollendete Tat, sondern auch für den Versuch. Dabei ist es erforderlich, dass eine ausführungsnaher Handlung getätigt wird. Bereits die Abgabe einer Kauforder, die beispielsweise aus technischen Gründen nicht ausgeführt wird, würde als ausführungsnaher Handlung genügen.<sup>583</sup>

#### **c) Unterlassen**

Gemäß § 2 StGB ist auch jene Person strafbar, die es unterlässt, eine Straftat abzuwenden, sofern die Unterlassung der Erfolgsabwendung einer Verwirklichung des gesetzlichen Tatbildes durch ein Tun gleichzuhalten ist. Voraussetzung für die Strafbarkeit ist weiters, dass diese Person eine persönliche Erfolgsabwendungspflicht trifft.<sup>584</sup> Aufgrund des Wortlauts von § 48b BörseG scheidet ein Verstoß gegen ein Insiderverbot durch bloßes Unterlassen jedenfalls aus.<sup>585</sup> Hiervon ist aber zu unterscheiden, ob ein Compliance-Officer durch Unterlassung Beitragstäter zu einem Missbrauch von Insiderinformationen werden kann. Die gesetzliche Verpflichtung des Compliance-Verantwortlichen gemäß ECV zur Verhinderung von Insiderhandel ergibt sich aus § 82 Abs 5 BörseG und der ECV selbst.<sup>586</sup> Eine Beitragstäterschaft setzt voraus, dass der Complian-

---

<sup>583</sup> Vgl. allgemein zur Judikatur über ausführungsnaher Handlungen *Hager/Massauer* in WK<sup>2</sup> §§ 15 u 16 Rz 38ff.

<sup>584</sup> Nach der Rspr des OGH kann auch ein abstraktes Gefährdungsdelikt durch Unterlassung begangen werden. OGH 21.06.1995, 13 Os 189/94. Die hM wendet § 2 StGB nur auf Erfolgsdelikte an. *Hilf* in WK<sup>2</sup> StGB § 2 Rz 6. Für etliche abstrakte Gefährdungsdelikte wird die Anwendbarkeit des § 2 StGB in der Literatur bejaht. Vgl. *Aicher-Hadler* in WK<sup>2</sup> Vor §§ 180 bis 183b Rz 20f. Auch für § 48b BörseG *Hinterhofer*, *Der untätige Compliance Officer: Strafbarer Beitrag durch Unterlassen?* ZFR 2010, 104 (107).

<sup>585</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 21 Rz 23; *Hinterhofer* in WK<sup>2</sup> BoerseG § 48b Rz 69; *Iro*, Die Insiderbestimmungen des Börsengesetzes für Emittenten, ÖBA 1992, 795 (798); aA *Kretschmer/Oppitz*, ÖBA 1994, 615f.

<sup>586</sup> *Hinterhofer*, ZFR 2010, 106f; aA *Hausmaninger*, ÖBA 1993, 859; wohl auch aA *Hilf*, in WK<sup>2</sup> § 2 Rz 78.

ce-Verantwortliche trotz Verdachts untätig bleibt und die subjektiven Tatbestandsvoraussetzungen vorliegen.

##### **d) Beihilfe**

Gemäß § 12 StGB sind nicht nur die Handlungen des unmittelbaren Täters strafbar, sondern auch jene von Bestimmungs- und Beitragstätern. Daher verstoßen auch Personen gegen die Insiderverbote, die den unmittelbaren Täter zur Ausführung der Tat veranlassen oder ihn dabei unterstützt.

##### **e) Abschöpfung**

Zur Strafe tritt die Abschöpfung der Bereicherung des durch den Insiderhandel Erlangten hinzu. Die Abschöpfung ist, obwohl sie keine Strafe im engeren Sinn ist, als eine strafrechtliche Sanktion zu charakterisieren.<sup>587</sup> Gemäß § 20 Abs 1 StGB hat das Gericht Vermögenswerte, die für die Begehung einer mit Strafe bedrohten Handlung oder durch sie erlangt wurden, für verfallen zu erklären. Dieses sogenannte Bruttoprinzip führt dazu, dass sämtliche Aufwendungen im Zusammenhang mit dem Insiderhandel bei der Berechnung der für verfallen zu erklärenden Vermögenswerte außer Betracht bleiben.<sup>588</sup> Trotz des Wortlauts des § 12 Abs 1 VbVG, der ohne genauer auf das Verhältnis von StGB und VbVG einzugehen die Anwendung der allgemeinen Strafgesetze anordnet, ist eine Abschöpfung von einem nach dem VbVG verantwortlichen Verband nach § 20 Abs 1 Z 1 StGB nicht möglich, weil der Verband die Tat nicht begangen hat und ihm lediglich das Verhalten eines Unternehmensangehörigen zugerechnet wird.<sup>589</sup>

##### **f) Verjährung**

Das Insiderrecht unterliegt den Verjährungsregeln des § 57 Abs 3 StGB. Die Verjährungsfrist für Verstöße gegen § 48b Abs 1 u 2 BörseG beträgt fünf Jahre. Verstöße gegen § 48b Abs 3 BörseG verjähren binnen eines Jahres. Gemäß § 57 Abs 2 StGB beginnt Verjährungsfrist zu laufen, sobald die mit Strafe bedrohte Tätigkeit abgeschlossen ist oder das mit Strafe bedrohte Verhalten aufhört. Die Verjährungsvorschriften gelten für natürliche Personen und Verbände gleichermaßen.<sup>590</sup>

---

<sup>587</sup> *Fuchs/Tipold* in WK<sup>2</sup> § 20 Rz 7; ErläutRV 918 BlgNR 24. GP 7.

<sup>588</sup> Das bis zum strafrechtlichen Kompetenzpaket 2010 geltende Nettoprinzip wurde durch das Bruttoprinzip abgelöst. Strafrechtliches Kompetenzpaket BGBl I 2010/108.

<sup>589</sup> *Fuchs/Tipold*, in WK<sup>2</sup> § 20 Rz 1a. Die sinngemäße Anwendung des § 20 Abs 1 StGB iVm § 12 VbVG überschreitet dessen äußersten Wortsinn. Das Analogieverbot verhindert einen Lückenschluss.

<sup>590</sup> *Fuchs* in WK<sup>2</sup> Vor §§ 57–60 Rz 5.

### g) *Zivilrechtliche Konsequenzen*

Die zivilrechtlichen Folgen von Verstößen gegen die Insiderverbote sind gesetzlich nicht ausdrücklich geregelt. Nach hM ist § 48b BörseG als Schutzgesetz im Sinne von § 1311 ABGB zu Gunsten der übrigen Marktteilnehmer anzusehen.<sup>591</sup> Dem Geschädigten steht somit ein deliktischer Anspruch aufgrund einer Schutzgesetzverletzung gegen den Schädiger zu.<sup>592</sup>

Darüber hinaus erwägt die hM aufgrund des Schutzzwecks von § 48b BörseG für Insidergeschäfte eine Nichtigkeitssanktion gemäß § 879 ABGB, wobei eingeräumt wird, dass in der Praxis eine Rückabwicklung von bereits erfüllten Geschäften schwierig sein würde.<sup>593</sup>

#### 4.2.4. Sonderstrafprozessrecht

Strafverfahren wegen Missbrauchs einer Insiderinformation unterliegen strafprozessualen Sonderregelungen, die gemäß § 48g Abs 2 BörseG auch für Verfahren wegen einer Tat gelten, welche zugleich auch den Tatbestand einer anderen gerichtlich strafbaren Handlung erfüllt.

Dieses Sonderstrafprozessrecht räumt der FMA eine besondere Rolle im Ermittlungs- und Strafverfahren ein,<sup>594</sup> die aufgrund ihrer Zuständigkeit als Aufsichtsbehörde über den Kapitalmarkt und der damit verbundenen Fachkompetenz gerechtfertigt ist. Gemäß § 48i Abs 3 BörseG hat die FMA der Staatsanwaltschaft Wien zu berichten, sobald sie vom Verdacht des Missbrauchs einer Insiderinformation durch eine bestimmte Person Kenntnis erlangt. Zur Aufklärung dieses Verdachts hat die Staatsanwaltschaft gemäß § 48i Abs 1 BörseG grundsätzlich die FMA mit Ermittlungen zu beauftragen, die dabei im Dienste der Strafrechtspflege tätig wird. Nur ausnahmsweise hat auf Anordnung der Staatsanwaltschaft die Kriminalpolizei einzuschreiten, wenn dies auf Grund der durchzuführenden Ermittlungen, insbesondere im Fall von Festnahmen und Durchsuchungen, zweckmäßig erscheint. Wurde die Kriminalpolizei mit Ermittlungen beauftragt, so ist der FMA gemäß § 48i Abs 4 BörseG Gelegenheit zur Teilnahme an den Ermittlungen zu geben, sofern nicht wegen Gefahr im Verzug unaufschiebbare Amtshandlungen durchzuführen sind. Sofern die Staatsanwaltschaft ein Ermittlungsverfahren einstellt, ist die FMA gemäß § 48n BörseG berechtigt, die Fortführung des Ermittlungsverfahrens zu beantragen.

<sup>591</sup> *Oppitz*, Das Effektengeschäft, in *Apathy/Iro/Koziol*, Österreichisches Bankvertragsrecht IV: Kapitalmarkt<sup>2</sup> (2007) 89 (190); *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 49; *Hinterhofer* in *WK<sup>2</sup> BoerseG § 48b Rz 6ff.*

<sup>592</sup> Allgemein zur Haftung wegen Schutzgesetzverletzung *Reischauer* in *Rummel*, Kommentar zum Allgemeinen bürgerlichen Gesetzbuch<sup>3</sup> (2007) § 1311 Rz 6ff.

<sup>593</sup> *Oppitz* in *Apathy/Iro/Koziol*, Österreichisches Bankvertragsrecht IV<sup>2</sup> 191; *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 50.

<sup>594</sup> Vgl. *N. Raschauer*, Das neu gestaltete strafprozessuale Insiderverfahren, ÖBA 2005, 379.

Für das Strafverfahren wegen Missbrauchs einer Insiderinformation ist das Landesgericht für Strafsachen Wien örtlich und sachlich zuständig. Bei einem Verstoß gegen § 48b Abs 1 2. Fall BörseG, somit bei einem Vermögensvorteil von über 50.000 Euro, ordnet § 48h BörseG zwingend die Zuständigkeit des Schöffengerichts an. Dies führt gemäß § 198 Abs 1 Z 1 StPO zu einem automatischen Ausschluss der Diversion.

Diese Sonderzuständigkeit des Landesgerichts für Strafsachen Wien wurde in den Gesetzesmaterialien mit dem Börseplatz Wien und der Sachkompetenz der Staatsanwaltschaft Wien für Wirtschaftsverbrechen gerechtfertigt.<sup>595</sup> Mit 1.9.2011 wird ausschließlich die Zentrale Staatsanwaltschaft zur Verfolgung von Wirtschaftsstrafsachen und Korruption für die Verfolgung von Verstößen gegen die Insiderverbote zuständig sein.<sup>596</sup>

Die FMA nimmt gemäß §§ 48k ff BörseG auch im Strafverfahren eine prozessuale Sonderstellung ein. Neben der Stellung als Privatbeteiligter kommen der FMA weitere Rechte zu. Insbesondere kann sie im gleichen Umfang wie die Staatsanwaltschaft gerichtliche Entscheidungen bekämpfen, die Wiederaufnahme des Strafverfahrens verlangen, oder bei Haftverhandlungen und mündlichen Verhandlungen im Rechtsmittelverfahren das Wort ergreifen und Anträge stellen.

#### 4.2.5. Aufsichtsbehörde

Der Ruf nach einer Kapitalmarktaufsichtsbehörde wurde erstmals 1992 im Rahmen der „Initiative Finanzmarkt Österreich“ laut.<sup>597</sup> Wie bereits bei der Schaffung des Insiderrechts waren auch in diesem Fall externe Faktoren entscheidend. Eine erfolgreiche Entwicklung des österreichischen Kapitalmarkts gegen internationale Wettbewerber würde es erfordern, eine funktionierende Aufsichtsbehörde einzurichten, die in der Lage ist, international anerkannte Standards durchzusetzen.<sup>598</sup>

Nachdem 1995 in Deutschland das Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (BAWe) geschaffen wurde,<sup>599</sup> stand Österreich unter zusätzlichem Druck, nachziehen zu müssen.<sup>600</sup> Daher wurde 1997 die BWA als Anstalt des öffentlichen Rechts mit eigener Rechtspersönlichkeit ein-

---

<sup>595</sup> ErIRV 546 BlgNR 22. GP, 4.

<sup>596</sup> Strafrechtliches Kompetenzpaket BGBI I 2010/108.

<sup>597</sup> *Hausmaninger/Oppitz*, Die neue Wertpapieraufsicht – Ein Meilenstein des österreichischen Kapitalmarktrechts? *ecolex* 1997, 298.

<sup>598</sup> *Kalss*, *ZfV* 1998, 253 u 261.

<sup>599</sup> Siehe Kapitel 5.2.4.

<sup>600</sup> *Kalss*, *ZfV* 1998, 257; *Hausmaninger/Oppitz*, *ecolex* 1997, 298.

gerichtet, die gegenüber dem Finanzministerium weisungsgebunden war.<sup>601</sup> Sie war unter anderem dafür zuständig, alle Untersuchungen durchzuführen und Maßnahmen zu ergreifen, die erforderlich waren, um dem Missbrauch von Insiderinformationen entgegenzuwirken und zur Aufklärung und Verfolgung von Verstößen beizutragen.

2002 wurde die BWA von der FMA, einer weisungsfreien Anstalt des öffentlichen Rechts mit eigener Rechtspersönlichkeit, abgelöst. Die FMA wurde weisungsfrei gestellt und nicht organisatorisch in das BMF eingegliedert, um die Erwartungen der internationalen Kapitalmärkte zu erfüllen.<sup>602</sup> Es handelt sich bei ihr um eine Allfinanzaufsicht, die für die Banken-, Versicherungs-, Wertpapier- und Pensionskassenaufsicht verantwortlich ist.<sup>603</sup>

Gemäß § 48q Abs 1 BörseG ist die FMA für die Überwachung der Einhaltung der Insiderverbote zuständig. Bei der Durchführung ihrer Aufgaben ist sie berechtigt, von jedermann Auskünfte anzufordern, Personen vorzuladen und zu vernehmen, Ermittlungen vor Ort durchzuführen und Unterlagen einzusehen sowie Kopien dieser Unterlagen zu erhalten. Zur Bekämpfung von Insiderhandel kann die FMA gemäß § 48q Abs 3 BörseG das Börseunternehmen beauftragen, den Handel mit den betreffenden Finanzinstrumenten auszusetzen. § 38 Abs 2 Z 9 BWG sieht vor, dass sogar Kreditinstitute bei Auskunftersuchen der FMA gemäß BörseG zur Auskunftserteilung verpflichtet sind. Diese Ausnahme vom Bankgeheimnis erleichtert somit Insiderermittlungen.<sup>604</sup> Weiters ist die FMA gemäß § 48q Abs 4 BörseG berechtigt, über Amtshandlungen wegen Verdachts des Verstoßes gegen Insiderverbote Auskünfte zu erteilen oder diese öffentlich bekanntzugeben. Davon ist abzusehen, wenn die Auskunft oder die Veröffentlichung die Stabilität der Finanzmärkte erheblich gefährden, beim Betroffenen zu einem unverhältnismäßigem

<sup>601</sup> Bundesgesetz über die Beaufsichtigung von Wertpapierdienstleistungen (Wertpapieraufsichtsgesetz – WAG) und über die Änderung des Bankwesengesetzes, des Börsegesetzes 1989, des Einführungsgesetzes zu den Verwaltungsverfahrensgesetzen 1991, der Konkursordnung, der Ausgleichsordnung, des Versicherungsaufsichtsgesetzes und des Investmentfondsgesetzes BGBl 1996/753.

<sup>602</sup> *Brandl/Wolfbauer*, Die wirklich neue Finanzmarktaufsichtsbehörde, *ecolex* 2002, 294 (295).

<sup>603</sup> Finanzmarktaufsichtsgesetz BGBl I 2001/97. Aufgrund verfassungsrechtlicher Bedenken über die Zulässigkeit einer Weisungsfreistellung wurde die Weisungsfreiheit der FMA als unabhängige Aufsichtsbehörde unter parlamentarischer Kontrolle nach internationalen Vorbildern noch vor Aufnahme ihrer Arbeit nachträglich verfassungsgesetzlich abgesichert. Bundesgesetz, mit dem ein Bundesgesetz über die Aufnahme, Ausübung und Beaufsichtigung der Tätigkeit von E-Geld-Instituten (E-Geldgesetz) erlassen und mit dem das Bankwesengesetz und das Finanzmarktaufsichtsbehördengesetz geändert werden BGBl I 2002/45.

<sup>604</sup> Aufgrund eines Redaktionsversehens wurde vergessen, die Vorgängerbehörde BWA durch die FMA in § 38 Abs 2 Z 9 BWG zu ersetzen. Erst durch die BWG Novelle 2007 wurde diese Bestimmung entsprechend geändert. Da die BWA im Wege der Gesamtrechtsnachfolge auf die FMA übertragen wurde, hatte dieses Redaktionsversehen aber keine Auswirkungen. *Sommer/Hirsch in Dellinger*, Bankwesengesetz (2010) § 38 Rz 286; aA *Brandl/Wolfbauer*, *ecolex* 2002, 296f. Nach *Laurer* soll § 48q BörseG, der die Kompetenz der FMA für Ermittlungen bei Verdacht des Missbrauchs von Insiderinformationen begründet und somit die Grundlage für die Durchbrechung von § 38 Abs 2 Z 9 BWG ist, verfassungswidrig sein. *Laurer in Laurer*, Bankwesengesetz<sup>3</sup> (2008) § 38 Rz 22.

Schaden führen oder die Durchführung des Verfahrens oder von Maßnahmen, die im öffentlichen Interesse liegen, vereitelt, erschwert, verzögert oder gefährdet werden könnten.

Gemäß § 48r BörseG hat die FMA den zuständigen Behörden der anderen Mitgliedstaaten der EU Amtshilfe zu leisten und ist ihrerseits berechtigt, Amtshilfe dieser Behörden in Anspruch nehmen. Von besonderer Bedeutung sind hierbei der Austausch von Informationen und die Zusammenarbeit bei Ermittlungen. Zusätzlich hat die FMA im Bereich der Wertpapieraufsicht 7 bilaterale und 2 multilaterale Kooperationsabkommen mit ausländischen Aufsichtsbehörden und Organisationen abgeschlossen.<sup>605</sup>

Die FMA hat im Jahr 2009 insgesamt 6 Untersuchungen wegen Verdachts des Missbrauchs von Insiderinformationen eingeleitet und 4 Sachverhaltsdarstellungen an die Staatsanwaltschaft erstattet.<sup>606</sup> Im Jahr zuvor waren es 8 Untersuchungen und eine Sachverhaltsdarstellung gewesen.<sup>607</sup>

In den Jahren 2006 bis 2008 wurden lediglich 4 gerichtliche Verfahren wegen Verstößen gegen Insiderverbote abgeschlossen, darunter 3 Freisprüche und 1 Einstellung. Im Jahr 2009 kam es zu einer ungewöhnlichen Häufung an gerichtlichen Verfahren, die mit 3 Diversionen, 1 Freispruch und 11 Einstellungen endeten.<sup>608</sup>

#### **4.2.6. Flankenschutz**

Der österreichische Gesetzgeber hat den durch die MarktmissbrauchsRL vorgesehenen Flankenschutz im BörseG umgesetzt, ohne zusätzliche Präventivmaßnahmen anzuordnen. Die Insiderverbote werden daher von der Ad-hoc Pflicht gemäß § 48d Abs 1 BörseG, der Directors' Dealings Meldepflicht gemäß § 48d Abs 4 BörseG und der Meldepflicht für Verdachtsfälle gemäß § 48d Abs 9 BörseG ergänzt.

##### **a) *Ad-hoc Publizitätspflicht***

Die auf der MarktmissbrauchsRL basierende Ad-hoc Publizitätspflicht wird in § 48d Abs 1 u 2 BörseG und durch die von der FMA erlassene Veröffentlichungs- und Meldeverordnung

---

<sup>605</sup> FMA, Jahresbericht 2009, 29.

<sup>606</sup> FMA, Jahresbericht 2009, 108.

<sup>607</sup> FMA, Jahresbericht 2008, 107f.

<sup>608</sup> Schriftliche Auskunft der FMA an den Verfasser vom 13.7.2011.

(VMV)<sup>609</sup> geregelt. Die Ad-hoc Pflicht erfasst sämtliche Emittenten, deren Finanzinstrumente zum Handel auf einem geregelten Markt zugelassen sind oder für die ein entsprechender Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt gestellt wurde.<sup>610</sup>

Eine Ad-hoc Mitteilung ist gemäß § 82 Abs 8 BörseG über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem, das zumindest innerhalb der Europäischen Union verbreitet ist, zu veröffentlichen. Zuvor ist die Ad-hoc Mitteilung gemäß § 82 Abs 7 BörseG an die FMA und die Wiener Börse zu übermitteln. Sie ist außerdem auf der Internet-Seite des Emittenten gemäß § 5 Abs 2 VMV für einen Zeitraum von mindestens 6 Monaten zum Abruf bereitzuhalten.

Die Veröffentlichung einer Ad-hoc Mitteilung kann gemäß § 48d Abs 2 BörseG verschoben werden, wenn eine unverzügliche Bekanntgabe den berechtigten Interessen des Emittenten schaden könnte, sofern dieser Aufschub nicht geeignet ist, die Öffentlichkeit irrezuführen, und der Emittent in der Lage ist, die Vertraulichkeit der Information zu gewährleisten. Um Letzteres sicherzustellen, ist es idR ausreichend, die Vorschriften der ECV einzuhalten.<sup>611</sup> Im Fall eines Aufschubs ist die FMA gemäß § 7 VMV schriftlich über diese Entscheidung und den wesentlichen Inhalt der aufgeschobenen Mitteilung zu informieren.<sup>612</sup>

Eine vorsätzliche oder fahrlässige Verletzung der Ad-hoc Publizitätspflicht ist gemäß § 48 Abs 1 Z 2 BörseG eine Verwaltungsübertretung, die mit einer Geldstrafe bis zu 30.000 Euro zu bestrafen ist.

#### **b) Directors' Dealings Meldepflicht**

Gemäß § 48d Abs 4 BörseG haben Person, die bei einem Emittenten mit Sitz im Inland<sup>613</sup> Führungsaufgaben wahrnehmen alle von ihnen getätigten Geschäfte auf eigene Rechnung mit zum Handel auf geregelten Märkten zugelassenen Aktien und aktienähnlichen Wertpapieren des

<sup>609</sup> Verordnung der Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA) über Form, Inhalt und Art der Veröffentlichung und Übermittlung von Ad-hoc-Meldungen und Directors' Dealings - Meldungen (Veröffentlichungs- und Meldeverordnung - VMV) BGBl II 2005/109 idF BGBl II 2008/113.

<sup>610</sup> Bis zur Börsengesetznovelle 1993 war die Ad-hoc Publizitätspflicht im Wesentlichen auf den Amtlichen Handel beschränkt *Kalss*, *Economy-Fachmagazin* 1993, 133.

<sup>611</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, *Kapitalmarktrecht* § 14 Rz 41.

<sup>612</sup> Diese Informationspflicht ist eine eigenständige Pflicht und keine Wirksamkeitsvoraussetzung für den Aufschub der Veröffentlichung. Daher kann ein Verstoß gegen diese Informationspflicht als eigenständige Verwaltungsübertretung bestraft werden. UVS Wien 06.05.2010, 06/FM/47/5235/2009; *Kalss/Oppitz/Zollner*, *Kapitalmarktrecht* § 14 Rz. 31.

<sup>613</sup> Die Einschränkung auf Emittenten mit Sitz im Inland verstößt gegen Art 10 lit a der MarktmissbrauchsRL und ist daher europarechtswidrig. *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, *Compliance* 390; *Kalss/Oppitz/Zollner*, *Kapitalmarktrecht* § 18 Rz 5.

Emittenten oder mit sich darauf beziehenden Derivaten oder mit dem Emittenten verbundener Unternehmen zu melden.

Directors' Dealings Meldungen sind gemäß § 48d Abs 4 Z 2 BörseG binnen fünf Arbeitstagen nach dem Tag des Geschäftsabschlusses an die FMA zu melden, wobei eine Meldung aufgeschoben werden kann, bis in einem Geschäftsjahr die Gesamt-Abschlusssumme aller Geschäfte 5.000 Euro erreicht. Aus Gründen des Umgehungsschutzes sind bei der Berechnung der Gesamt-Abschlusssumme sämtliche Geschäft einer Führungskraft und dieser nahestehenden Personen zusammenzurechnen.<sup>614</sup> Die Meldung hat gemäß § 48d Abs 4 Z 1 BörseG die Parameter des Geschäfts, insbesondere den Namen der meldepflichtigen Führungskraft bzw. der nahestehenden Person, die Firma des betreffenden Emittenten sowie Abschlussdatum, Preis und Volumen des Geschäfts, zu enthalten. Weiters hat die meldepflichtige Person die Meldung gemäß § 10 VMV über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem mit Verbreitung innerhalb der Europäischen Gemeinschaft bekanntzumachen, sofern sie nicht einer Veröffentlichung der Meldung auf der Internet-Seite der FMA zustimmt.

Eine vorsätzliche oder fahrlässige Verletzung der Directors' Dealings Meldepflicht ist gemäß § 48 Abs 1 Z 2 BörseG eine Verwaltungsübertretung, die mit einer Geldstrafe bis zu 30.000 Euro zu bestrafen ist.

#### **c) Meldepflicht bei Verdachtsfällen**

Die Insider-Ermittlungen der FMA werden durch eine Anzeigepflicht von Personen mit Sitz oder Zweigniederlassung in Österreich, die beruflich Geschäfte mit Finanzinstrumenten tätigen, unterstützt. Gemäß § 48d Abs 9 BörseG haben Kreditinstitute und Wertpapierfirmen der FMA unverzüglich zu melden, wenn sie den begründeten Verdacht haben, dass eine Transaktion ein Insidergeschäft darstellen könnte. Die FMA stellt zu diesem Zweck auf ihrer Internet-Seite ein Formular zum Abruf bereit.

Ein begründeter Verdacht besteht dann, wenn konkrete Umstände und nicht nur bloße Vermutungen vorliegen, die auf ein Insidergeschäft hindeuten. Die anzeigepflichtigen Personen müssen jedoch keine eigenen Erhebungen durchführen.<sup>615</sup>

---

<sup>614</sup> Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 18 Rz 24.

<sup>615</sup> Kalss/Oppitz/Zollner, Kapitalmarktrecht § 20 Rz 35f.

Eine vorsätzliche oder fahrlässige Verletzung der Meldepflicht ist gemäß § 48 Abs 1 Z 2 BörseG eine Verwaltungsübertretung, die mit einer Geldstrafe bis zu 30.000 Euro zu bestrafen ist.

### 4.3. Compliance

Das österreichische Recht enthält keine explizite Pflicht zur Einführung eines umfassenden Compliance-Programms. Jedoch ergibt sich die Pflicht zur Ergreifung angemessener Compliance-Maßnahmen einerseits aus dem Aktienrecht und andererseits aus spezialgesetzlichen Normen, wobei im letzteren Fall Insider-Compliance eine Vorreiterstellung einnimmt. Insider-Compliance ist im österreichischen Kapitalmarktrecht nicht einheitlich geregelt, sondern über eine Vielzahl an Rechtsvorschriften verstreut. Gesetzliche Pflichten zur Verhinderung missbräuchlicher Verwendung von Insiderinformationen finden sich sowohl im Börsegesetz, im Wertpapieraufsichtsgesetz als auch im Übernahmegesetz. Für Emittenten ist die ECV, die die insiderrechtlichen Compliance-Pflichten des BörseG konkretisiert, von besonderer Bedeutung. Darüber hinaus verfügen Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen und Pensionskassen über jeweils eigene Standard Compliance Codes,<sup>616</sup> die unter anderem auch Maßnahmen zur Hintanhaltung von Insiderhandel inkludieren.

#### 4.3.1. Pflicht zur Compliance

##### a) *Aktiengesetz*

Der Vorstand hat die Aktiengesellschaft gemäß § 70 AktG in eigener Verantwortung zu leiten. Unter diese Leitungspflicht fallen die Pflicht zur Organisation und Überwachung des Unternehmens.<sup>617</sup> Die Vorstandsmitglieder haben in Erfüllung ihrer Sorgfaltspflicht gemäß § 84 Abs 1 AktG die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden. Art und Umfang des Maßstabs eines solchen sind anhand der Übung des redlichen Verkehrs unter Zugrundelegung der besonderen Verhältnisse der betreffenden Gesellschaft zu konkretisieren.<sup>618</sup> Grundsätzlich wird der Ermessensspielraum des Vorstands umso geringer, je konkreter seine gesetzlichen oder satzungsmäßigen Pflichten sind.<sup>619</sup>

---

<sup>616</sup> Die praktische Bedeutung dieser Verhaltenskodices für die jeweiligen Branchen ist daran ersichtlich, dass nach Ansicht des VwGH der Standard Compliance Code der Kreditwirtschaft zum Zeitpunkt der Erlassung des WAG als Handelsbrauch der Kreditinstitute zu qualifizieren war. VwGH 5.11.2003, 2003/17/0212.

<sup>617</sup> *Kalss/Schörghofer in Lucius/Oppitz/Pachinger, Compliance* 11ff; *Feltl/Pucher, wbl* 2010, 270.

<sup>618</sup> *Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG*<sup>5</sup> §§ 77 bis 84 Rz 95; *Nowotny in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG* § 84 Rz 4.

<sup>619</sup> *Strasser in Jabornegg/Strasser, AktG*<sup>5</sup> §§ 77 bis 84 Rz 98; *Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss, AktG* § 95 Rz 26.

Compliance ist nach hM als Kernbereich der Organisations-, Kontroll- und Überwachungspflichten des Vorstands eine unübertragbare Vorstandspflicht und somit als Leitungsaufgabe zwingend dem Gesamtvorstand zugewiesen.<sup>620</sup> Diese Pflichten werden insbesondere durch die insiderspezifischen Compliance-Vorschriften der ECV konkretisiert. Weiters muss nach § 92 Abs. 4a AktG der Aufsichtsrat einer börsennotierten Aktiengesellschaft einen Prüfungsausschuss einrichten, der die Wirksamkeit des internen Kontrollsystems und gegebenenfalls des internen Revisionsystems sowie des Risikomanagementsystems des Unternehmens überwacht.<sup>621</sup> Das interne Kontrollsystem und Risikomanagement sollen nicht nur finanzielle und betriebliche Risiken, sondern auch die Gefahr von Gesetzesverstößen begrenzen, wodurch eine Brücke zur Compliance geschlagen wird.<sup>622</sup>

Mangels gesetzlicher Regelung scheint es fraglich, ob sich die Leitungspflicht des Vorstands nur auf die eigene Gesellschaft oder auch auf den Konzern erstreckt. Den Vorstand einer Konzernmuttergesellschaft trifft nach hM grundsätzlich keine Pflicht zur einheitlichen Leitung des Konzerns. Jedoch sind sowohl der Vorstand als auch der Aufsichtsrat der Konzernmutter verpflichtet den gesamten Konzern zu überwachen.<sup>623</sup> Daraus wird von der hM abgeleitet, dass der Vorstand der Konzernmutter für die Compliance im gesamten Konzern verantwortlich ist.<sup>624</sup>

Das Haftungsrisiko des Vorstands stellt einen weiteren Anknüpfungspunkt zur Einrichtung eines Compliance-Programms dar. Vorstandsmitglieder haften für leichtes Verschulden, wobei es sich nicht um eine Erfolgshaftung handelt.<sup>625</sup> Vielmehr werden branchen-, größen- und situationsadäquate Bemühungen geschuldet.<sup>626</sup> Die Pflichtwidrigkeit des Verhaltens ist aus einer *ex ante* Sicht zu prüfen.<sup>627</sup> Die Vorstandsmitglieder haften gemäß § 84 Abs 2 AktG solidarisch, woran

---

<sup>620</sup> *Kalss/Schörghofer* in *Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 15; *Feltl/Pucher*, wbl 2010, 269; *Schirmer/Uitz*, RdW 2010, 202 Fn 17.

<sup>621</sup> § 92 Abs 4a AktG setzt Art 41 Abs 2 lit a Abschlussprüferrichtlinie um. Bereits vor dieser Umsetzung war der Vorstand gemäß § 82 AktG verpflichtet, ein internes Kontrollsystem einzurichten, das den Anforderungen des Unternehmens entspricht. Vgl. umfassende Darstellung zum internen Kontrollsystem *Kalss*, Das interne Kontrollsystem (IKS) als Angelpunkt der Corporate Governance in Kapitalgesellschaften in FS Krejci (2001) 699.

<sup>622</sup> *Preußner*, Risikomanagement und Compliance in der aktienrechtlichen Verantwortung des Aufsichtsrats unter Berücksichtigung des Gesetzes zur Modernisierung des Bilanzrechts (BilMoG), NZG 2008, 574 (574).

<sup>623</sup> *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Gesellschaftsrecht Rz 3/934; zur GmbH OGH 23.11.1988, 7 Ob 700/88; *Reich-Rohrwig* in *Straube*, Wiener Kommentar zum GmbH-Gesetz (2008) § 25 Rz 48.

<sup>624</sup> *Feltl/Pucher*, Corporate Compliance, wbl 2010, 269f; *Kalss/Schörghofer* in *Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 27. Zusammenfassend zum Spannungsverhältnis zwischen Aufsichtsrecht und Gesellschaftsrecht *Oppitz*, Compliance im Konzern, in *Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance im Finanzdienstleistungsbereich (2010) 106.

<sup>625</sup> OGH 31.10.1973, 1 Ob 179/73.

<sup>626</sup> OGH 24.06.1998, 3 Ob 34/97i.

<sup>627</sup> OGH 26.02.2002, 1 Ob 144/01k.

auch eine vom Vorstand beschlossene Ressortverteilung nichts ändert.<sup>628</sup> Ungeachtet einer Geschäftsverteilung haben alle Vorstandsmitglieder im Verhältnis zueinander das Recht und die Pflicht zur gegenseitigen Kontrolle.<sup>629</sup> Die Beweislastumkehr des § 84 AktG führt dazu, dass die Gesellschaft lediglich den Schadenseintritt und die Kausalität zu beweisen sowie Umstände vorzutragen hat, aus denen die Pflichtwidrigkeit des Vorstandshandelns geschlossen werden kann.<sup>630</sup> Das Vorstandsmitglied kann sich dadurch entlasten, dass es sein pflichtgemäßes Handeln in der konkreten Situation oder seine mangelnde Schuld beweist.<sup>631</sup> Aufgrund der solidarischen Haftung und der Beweislastumkehr ist es für den Vorstand jedenfalls ratsam, ein angemessenes Compliance-Programm einzurichten und die durchgeführten Compliance-Maßnahmen sorgfältig zu dokumentieren.

Im Compliance-Gefüge eines Unternehmens kommt dem Aufsichtsrat gemäß § 95 Abs 1 AktG die Aufgabe zu, die Geschäftsführung des Vorstands sorgfältig zu überwachen und diese nach den Kriterien der Rechtmäßigkeit, Ordnungsmäßigkeit, Wirtschaftlichkeit und Zweckmäßigkeit zu prüfen.<sup>632</sup> Als Teil der Geschäftsführung erfasst die Überwachungspflicht auch die vom Vorstand gesetzten und unterlassenen Organisations-, Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen.<sup>633</sup> Die Intensität der Überwachungspflicht des Aufsichtsrats hängt von der konkreten Lage bzw. dem Risikoprofil des Unternehmens ab.<sup>634</sup> Um seine Überwachungstätigkeit ausüben zu können, muss der Aufsichtsrat über die erforderlichen Informationen verfügen. Die regelmäßige und anlassbezogene Berichtspflicht des Vorstands gemäß § 81 Abs 1 AktG soll dies sicherstellen. Sofern die Berichte des Vorstands zur Erfüllung der Überwachungspflicht des Aufsichtsrats nicht ausreichen, hat der Aufsichtsrat vom Vorstand gemäß § 95 Abs 2 AktG weitere Informationen zu verlangen. Darüber hinaus steht dem Aufsichtsrat gemäß § 95 Abs 3 AktG das Recht zu, die Bücher und Schriften der Gesellschaft zu prüfen. Nach hM ist es dem Aufsichtsrat ausschließlich in begründeten Einzelfällen gestattet, Mitarbeiter des Unternehmens unmittelbar und ohne Beisein des Vorstands zu befragen.<sup>635</sup> Dies gilt auch für die Kontaktaufnahme mit dem

---

<sup>628</sup> *Strasser in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 70 Rz 42 u §§ 77–84 Rz 104.

<sup>629</sup> OGH 10.01.1978, 3 Ob 536/77; *Strasser in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> § 70 Rz 41; *Nowotny in Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 70 Rz 24.

<sup>630</sup> OGH 24.06.1998, 3 Ob 34/97i. Zusammenfassend über den Stand der Literatur, ob die Beweislastumkehr des § 84 Abs 2 Satz 2 AktG Rechtswidrigkeit und Verschulden umfasst *Böhler*, Zur Beweislast bei der Organhaftung, in FS Krejci (2001) 503 (504ff).

<sup>631</sup> *Nowotny in Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 84 Rz 26.

<sup>632</sup> *Strasser in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> §§ 95 bis 97 Rz 10; *Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 95 Rz 27.

<sup>633</sup> *Kalss/Schörghofer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 24f; *Strasser in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> §§ 95 bis 97 Rz 8ff.

<sup>634</sup> *Strasser in Jabornegg/Strasser*, AktG<sup>5</sup> §§ 95 bis 97 Rz 10; *Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 95 Rz 17 ff.

<sup>635</sup> *Kalss/Schörghofer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 25f; *Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG (2003) § 95 Rz 12. Die direkte Befragung von Mitarbeitern durch den Aufsichtsrat kann die Autorität des Vorstands unter-

Compliance-Verantwortlichen gemäß ECV.<sup>636</sup> Ein begründeter Umstand, der eine unmittelbare Kontaktaufnahme rechtfertigt, liegt insbesondere dann vor, wenn begründete Zweifel an der Richtigkeit der Berichte des Vorstands bestehen. Nichtsdestotrotz hat der Aufsichtsrat den Vorstand vor der Befragung des Mitarbeiters zu informieren. Auf diese Vorabinformation kann nur dann verzichtet werden, wenn es die konkrete Verdachtslage rechtfertigt.<sup>637</sup>

Unabhängig von seiner Überwachungstätigkeit hat der Aufsichtsrat auch im Rahmen seiner Selbstorganisationspflicht die gesetzlichen Bestimmungen einzuhalten. Diese werden im Bereich der Insider-Compliance durch die ECV normiert und verpflichten den Aufsichtsrat, den Insiderinformationsfluss innerhalb des Aufsichtsrats angemessen zu regulieren und die sonstigen erforderlichen Maßnahmen zur Verhinderung des Missbrauchs von Insiderinformationen zu ergreifen.<sup>638</sup>

#### **b) Österreichischer Corporate Governance Kodex**

Der im Jahr 2002 vom Österreichischen Arbeitskreises für Corporate Governance erstmals veröffentlichte ÖCGK wendet sich vorrangig an österreichische börsennotierte Aktiengesellschaften sowie an in Österreich eingetragene börsennotierte Europäische Aktiengesellschaften.<sup>639</sup>

Der ÖCGK erlangt seine Geltung grundsätzlich durch freiwillige Selbstverpflichtung, wobei seit 2004 Gesellschaften, die im Prime-Market Segment der Wiener Börse notieren, aufgrund des Prime-Market Regelwerks eine jährliche Erklärung über die Einhaltung bzw. Nicht-Einhaltung des ÖCGK in den Geschäftsbericht aufnehmen müssen. Die Pflicht zur Abgabe einer derartigen Entsprechenserklärung wird durch den 2008 erlassenen § 243b UGB, durch den die Änderungsrichtlinie ins österreichische Recht umgesetzt wurde, ergänzt. Gemäß § 243b UGB müssen börsennotierte Gesellschaften einen jährlichen Corporate Governance Bericht erstellen, in dem Abweichungen vom ÖCGK oder, im Fall von Gesellschaften, die an einer ausländischen Börse ge-

---

graben und auf Seiten der Angestellten zu schwerwiegenden Loyalitätskonflikten führen. *Krejci*, Der neugierige Aufsichtsrat, GesRZ 1993, 2 (6).

<sup>636</sup> *Kalss/Schörghofer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 26.

<sup>637</sup> *Krejci*, GesRZ 1993, 5f. In diesem Fall scheint mE das Verhältnis zwischen Aufsichtsrat und Vorstand jedoch derart getrübt zu sein, dass eine Abberufung aus wichtigem Grund wegen Vertrauensverlust bzw. begründetem Verdacht einer schweren Verfehlung erwogen werden sollte.

<sup>638</sup> *Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 92 Rz 6.

<sup>639</sup> Seit der Novelle im Jahr 2009 wendet sich der ÖCGK auch explizit an in Österreich eingetragene börsennotierte Europäische Aktiengesellschaften. Im Rahmen der Neufassung des Kodex wurde keine Anpassung des Regelwerks auf Europäische Aktiengesellschaften mit monistischem Leitungssystem vorgenommen. Stattdessen sollen die C- und R-Regeln über den Vorstand sinngemäß auf die geschäftsführenden Direktoren bzw. die über den Aufsichtsrat auf den Verwaltungsrat angewendet werden.

listet sind, vom am jeweiligen Börseplatz anerkannten Corporate Governance Kodex begründet werden müssen.<sup>640</sup> Gemäß § 222 UGB ist neben Jahresabschluss und Lagebericht der Corporate Governance Bericht binnen fünf Monaten nach Ende des Geschäftsjahres für das vorangegangene Geschäftsjahr zu erstellen und gemäß § 277 Abs 1 UGB beim Firmenbuch einzureichen. Der Abschlussprüfer hat gemäß § 269 Abs 1 UGB festzustellen, ob eine Corporate Governance Erklärung abgegeben wurde. Eine inhaltliche Prüfung hat er jedoch nicht durchzuführen.

Der ÖCGK wendet sich in L-Regel 15 dem Kerngedanken von Compliance zu, ohne ausdrücklich die Einrichtung eines Compliance-Programms zu empfehlen: „*Der Vorstand trifft geeignete Vorkehrungen zur Sicherstellung der Einhaltung der für das Unternehmen relevanten Gesetze.*“ Ein weiterer Bezug zu Compliance wird auch in L-Regel 9 mit Verweis auf das durch den Vorstand einzurichtende Risikomanagement genommen. Weiters soll der Konzernlagebericht gemäß C-Regel 70 die wesentlichen eingesetzten Risikomanagementinstrumente hinsichtlich nicht-finanzieller Risiken beschreiben. Ausführlich geht der ÖCGK auf die Insider-Compliance Pflichten ein. Nach L-Regel 20 und C-Regel 21 hat die Gesellschaft die ECV zu beachten. Weiters wird der Vorstand verpflichtet, deren Bestimmungen im gesamten Unternehmen umzusetzen. Ebenso werden die Mitglieder des Aufsichtsrats durch L-Regel 45 zur Einhaltung der ECV ermahnt. Zusammenfassend kann daher festgehalten werden, dass der ÖCGK Compliance, insbesondere Insider-Compliance, als festen Bestandteil von *good corporate governance* ansieht.

### **c) Börsegesetz und Emittenten-Compliance-Verordnung**

Die §§ 48d Abs 3 u 82 Abs 5 BörseG sind die gesetzliche Grundlage für die Insider-Compliance Pflichten von Emittenten<sup>641</sup> und regeln die organisatorischen Vorkehrungen und Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen, die zur Prävention der missbräuchlichen Verwendung von Insiderinformationen ergriffen werden müssen.

Die Emittenten oder die in ihrem Auftrag oder für ihre Rechnung handelnden Personen haben gemäß § 48d Abs 3 BörseG ein Verzeichnis der potentiellen Personen zu führen und sicherzustellen, dass jede erfasste Person die aus den Rechts- und Verwaltungsvorschriften erwachsenden Pflichten schriftlich anerkennt und schriftlich erklärt, sich der Sanktionen bewusst zu sein, die

---

<sup>640</sup> Obwohl die Begründungspflicht nicht genauer bestimmt ist, dürfte nicht jeder beliebige Grund ausreichen. *Birkner/Inetas*, RdW 2008, 564.

<sup>641</sup> Die Definitionen des Begriffs Emittent in den beiden Vorschriften überlappen weitgehend, sind aber nicht deckungsgleich. Gemäß § 81a Abs 1 iVm § 82 Abs 5 BörseG ist ein Emittent eine juristische Person, deren Wertpapiere zum Handel an einem geregelten Markt zugelassen sind. Hingegen ist im Fall von § 48d Abs 3 BörseG die Emittenteneigenschaft gemäß § 48e Abs 2 BörseG bereits bei Antragstellung auf Zulassung gegeben.

bei einer missbräuchlichen Verwendung oder einer nicht ordnungsgemäßen Verbreitung von Insiderinformationen verhängt werden.

Gemäß § 82 Abs 5 BörseG hat jeder Emittent zur Hintanhaltung von Insidergeschäften seine Dienstnehmer und sonst für ihn tätigen Personen über das Verbot des Missbrauchs von Insiderinformationen zu unterrichten, interne Richtlinien für die Informationsweitergabe im Unternehmen zu erlassen und deren Einhaltung zu überwachen und geeignete organisatorische Maßnahmen zur Verhinderung einer missbräuchlichen Verwendung oder Weitergabe von Insiderinformationen zu treffen.<sup>642</sup>

Auf Grundlage der Verordnungsermächtigungen gemäß §§ 48d Abs 11 u 82 Abs 6 BörseG hat die FMA die ECV<sup>643</sup> erlassen, die die insiderspezifischen Organisations-, Kontroll- und Überwachungspflichten der §§ 48d Abs 3 u 82 Abs 5 BörseG konkretisiert.

#### **d) Verbandsverantwortlichkeitsgesetz**

Das durch das VbVG eingeführte Unternehmensstrafrecht schafft keine allgemeine Pflicht zur Verhinderung von Straftaten durch Unternehmensangehörige.<sup>644</sup> Nichtsdestotrotz werden durch mehrere Bestimmungen massive Anreize für Unternehmen geschaffen, angemessene Compliance-Anstrengungen zu setzen.

Gemäß § 18 Abs 1 VbVG steht der Staatsanwaltschaft ein Verfolgungsermessen zu. Diese kann von einer Verfolgung eines Verbandes absehen oder zurücktreten, wenn eine Verfolgung und Sanktionierung verzichtbar erscheint. Eine geringfügige Pflichtverletzung bzw. ein geringfügiger Sorgfaltsverstoß durch den Verband werden dann vorliegen, wenn der Verband zum Tatzeitpunkt grundsätzlich geeignete Maßnahmen zur Einhaltung der anwendbaren Gesetze, im konkreten Fall der Insidervorschriften des BörseG und der ECV, getroffen hat.<sup>645</sup> Auch das Verhalten

---

<sup>642</sup> Nach Ansicht des VfGH ist die Verpflichtung zur Ergreifung von geeigneten organisatorischen Maßnahmen zur Verhinderung von Insidergeschäften gemäß § 82 Abs 5 Z 3 BörseG im Hinblick auf das verfassungsrechtliche Bestimmtheitsgebot auch ohne weitergehende Konkretisierung unbedenklich, weil die Vorschrift sich an eine Personengruppe richtet, von der angenommen werden kann, dass sie über das erforderliche Wissen im betreffenden Sachgebiet verfügt. VfGH 02.10.2003, G 259/02. Diese weite Interpretation des Bestimmtheitsgebots hat der VfGH auch beim Verbot der Marktmanipulation angewendet. VfGH 16.06.2009, B 2005/08; aA *Oppitz*, Die börsegesetzlichen Marktmanipulationstatbestände im Licht des verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgebots, ÖBA 2009, 171.

<sup>643</sup> Dazu ausführlich Kapitel 4.3.2.

<sup>644</sup> *Hilf*, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz § 3 Anm 4.

<sup>645</sup> *Hilf/Zeder* in WK<sup>2</sup> VbVG §§ 3 Rz 14ff u 18 Rz 6.

des Verbands nach der Tat, also die Kooperation bei der Tataufklärung oder das Setzen von Präventionsmaßnahmen, ist in die Betrachtung mit einzubeziehen.<sup>646</sup>

Selbst wenn eine Verurteilung des Verbands nicht verhindert werden kann, kommt einem Compliance-Programm auf Ebene der Strafzumessung große Bedeutung zu. Die demonstrative Aufzählung von Milderungsgründen in § 5 Abs 3 VStG anerkennt, wenn der Verband schon vor der Tat Vorkehrungen zur Verhinderung solcher Taten getroffen oder Mitarbeiter zu rechtstreuem Verhalten angehalten hat. Weiters ist mildernd zu berücksichtigen, wenn der Verband nach der Tat erheblich zur Wahrheitsfindung beigetragen oder wesentliche Schritte zur zukünftigen Verhinderung ähnlicher Taten unternommen hat. Diese Milderungsgründe umschreiben abstrakt die wesentlichen Ziele eines Compliance-Programms.

Schließlich ist das Gericht gemäß § 8 VbVG berechtigt, einem Verband Weisungen zu erteilen, sofern die Verbandsgeldbuße ganz oder zum Teil bedingt nachgesehen wird. Dieses Recht wird in der Literatur als das Herzstück des VbVG gesehen, weil es sich hierbei um auf den Einzelfall angepasste spezialpräventive Maßnahmen handelt.<sup>647</sup> Sofern es sich um technische, organisatorische oder personelle Maßnahmen zur Prävention von Straftaten handelt, ist die Zustimmung des Verbands erforderlich. Hierunter fallen insbesondere Weisungen über die Neustrukturierung von Kontrolleinrichtungen oder den Einbau von Sicherungsmechanismen.<sup>648</sup> Obwohl für die Erteilung derartiger Weisungen die Zustimmung des Verbands erforderlich ist, würde es für den Verband im Falle eines bereits bestehenden Compliance-Programms vergleichsweise weniger Anstrengungen bedürfen, dieses einer gerichtlichen Weisung entsprechend anzupassen. Aus Sicht des Unternehmens könnte dies eine attraktive Möglichkeit sein, eine zusätzliche Compliance-Maßnahme im Austausch für eine bedingte Nachsicht der Verbandsgeldbuße umzusetzen.

#### *e) Übernahmegesetz*

Bei einem öffentlichen Übernahmeangebot hat der Bieter gemäß § 5 Abs 1 ÜbG alle im Übernahmeverfahren tätigen Personen über ihre Geheimhaltungspflichten und das Verbot des Missbrauchs von Insiderinformationen zu unterrichten. Weiters hat er interne Richtlinien für die Informationsweitergabe zu erlassen, und deren Einhaltung zu überwachen sowie geeignete organisatorische Maßnahmen zur Verhinderung der Weitergabe von Insiderinformationen und ihrer

---

<sup>646</sup> *Hilf/Zeder* in WK<sup>2</sup> VbVG § 18 Rz 6.

<sup>647</sup> *Hilf*, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz § 8 Anm 2.

<sup>648</sup> *Schroll* in WK<sup>2</sup> § 51 Rz 47.

missbräuchlichen Verwendung zu treffen. Die Zielgesellschaft treffen gemäß § 6 Abs 2 ÜbG korrespondierende Pflichten. Während eine Zielgesellschaft aufgrund des persönlichen Anwendungsbereichs des ÜbG<sup>649</sup> jedenfalls auch den Organisationspflichten der ECV unterliegt, wird der Bieter gegebenenfalls erst geeignete organisatorische Maßnahmen zur Verhinderung der Weitergabe von Insiderinformationen und ihrer missbräuchlichen Verwendung treffen müssen.

Eine Verletzung dieser Organisationspflichten durch den Bieter oder die Zielgesellschaft ist gemäß § 35 Abs 2 ÜbG mit einer Verwaltungsstrafe in Höhe von 3.600 bis 36.000 Euro zu bestrafen.

#### **4.3.2. Insiderspezifische Compliance Maßnahmen**

Während sich die meisten gesetzlichen Compliance-Pflichten generalklauselartig darin erschöpfen, die Umsetzung angemessener organisatorischer Maßnahmen zu fordern, regeln §§ 48d Abs 3 u 82 Abs 5 BörseG und die ECV die insiderspezifischen Organisations-, Kontroll- und Überwachungspflichten des Emittenten zur Verhinderung einer missbräuchlichen Verwendung oder Weitergabe von Insiderinformationen. Gemäß § 13 Abs 1 ECV ist die Geschäftsleitung des Emittenten für die Umsetzung und Einhaltung dieser Verordnung verantwortlich.

Die ECV zielt auf die Prävention von Insiderverstößen ab und möchte daher die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts, die Individualinteressen der Anleger und letztlich den Emittenten selbst schützen.<sup>650</sup> Die Compliance-Maßnahmen sollen auch zur Erleichterung der Verfolgung missbräuchlicher Verwendung von Insiderinformationen dienen.<sup>651</sup> Als weiteres Ziel der ECV kann die Förderung eines Problembewusstseins genannt werden, das zur Etablierung einer Compliance-Kultur in Österreich und zur Stärkung des österreichischen Kapitalmarkts im internationalen Wettbewerb beitragen soll.<sup>652</sup>

##### **a) Anwendungsbereich**

Gemäß § 2 Abs 1 ECV ist diese Verordnung auf sämtliche Emittenten anzuwenden, deren Aktien oder aktienähnliche Wertpapiere zum Handel am Amtlichen Handel und geregelten Freiverkehr der Wiener Börse zugelassen sind. Unter dem Begriff aktienähnliche Wertpapiere sind akti-

---

<sup>649</sup> Gemäß § 1 Abs 1 ÜbG iVm § 2 ÜbG ist die Zielgesellschaft eine Aktiengesellschaft mit Sitz im Inland, deren Aktien an einem geregelten Markt im Inland zugelassen sind. Zum persönlichen Anwendungsbereich der ECV siehe Kapitel 4.3.2(a).

<sup>650</sup> Resch/Sidlo, Emittenten-Compliance in Österreich im Lichte aktueller nationaler und internationaler Entwicklungen, ÖBA 2005, 299 (300); Hausmaninger/Ketzer, ÖBA 2002, 216.

<sup>651</sup> Vgl. § 82 Abs 6 S 2 BörseG.

<sup>652</sup> Resch/Sidlo, ÖBA 2005, 300.

envertretende Zertifikate zu verstehen.<sup>653</sup> Vom Anwendungsbereich der ECV sind gemäß § 2 Abs 2 Emittenten grundsätzlich ausgenommen, deren Aktien und aktienähnliche Wertpapiere sowie die von solchen abgeleiteten Finanzinstrumente ausschließlich am unregulierten Dritten Markt gehandelt werden. Ausgenommen sind auch Gebietskörperschaften und internationale und supranationale Organisationen unabhängig davon, wo deren Finanzinstrumente notieren.

Der Anwendungsbereich der ECV ist mehrfach und angesichts ihres Schutzzwecks systemwidrig eingeschränkt. Erstens gelten die Insiderverbote gemäß § 48e Abs 2 BörseG bereits ab Antragstellung zur Börsenzulassung. Warum die ECV erst auf die Handelsaufnahme abstellt, bleibt unklar. Weiters ist die ECV nur auf den Emittenten und nicht auf den gesamten Konzern anwendbar, obwohl Insiderinformationen oftmals nicht nur beim Emittenten selbst, sondern auch auf Ebene der Konzerngesellschaften entstehen.<sup>654</sup> Schließlich ist auch die generelle Ausnahme von Gebietskörperschaften, internationalen und supranationalen Organisationen systemwidrig, weil kein Grund erkennbar wäre, warum die von der ECV angestrebten Ziele für öffentliche Rechtsträger, die börsennotierte Beteiligungspapiere emittieren, nicht gelten sollte.<sup>655</sup>

#### **b) Vertraulichkeitsbereiche**

Ein maßgeblicher Zweck der ECV ist es, den Kreis der Insider klein zu halten.<sup>656</sup> Daher sollen Unternehmensbereiche, in denen Personen regelmäßigen oder anlassbezogenen Zugang zu Insiderinformationen haben, von den übrigen Unternehmensteilen abgegrenzt werden. Diese sogenannten Vertraulichkeitsbereiche werden von der ECV danach unterschieden, ob sie ständig oder nur vorübergehend bzw. projektbezogen eingerichtet werden. Gemäß § 3 Z 3 ECV gelten insbesondere der Aufsichtsrat, die Geschäftsleitung, der Zentralbetriebsrat, die Gesamtheit der im Unternehmen des Emittenten gewählten Betriebsräte, sofern nicht ein Zentralbetriebsrat besteht, sowie die für Controlling, Finanzen, Rechnungswesen und Kommunikation zuständigen Unternehmensbereiche als ständige Vertraulichkeitsbereiche.<sup>657</sup>

---

<sup>653</sup> *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 368. Die Einschränkung auf Emittenten von Eigenkapitalinstrumente ist nach *Resch/Sidlo* gerechtfertigt, weil Insiderhandel bei Fremdkapitalinstrumenten in der Aufsichtspraxis wenig relevant ist und die Erstreckung des Anwendungsbereichs der ECV auf Fremdkapitalinstrumente die Banken zu sehr belasten würde. *Resch/Sidlo*, ÖBA 2005, 303.

<sup>654</sup> Kritisch *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 369.

<sup>655</sup> Diese weit gefasste Ausnahme geht über Art 7 MarktmissbrauchsRL und § 48e Abs 1 BörseG hinaus und ist daher mE gesetzwidrig. So auch *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 371.

<sup>656</sup> *Kalss in Doralt/Nowotny/Kalss*, AktG § 93 Rz 42.

<sup>657</sup> Weiters werden die Compliance-Abteilung, Rechtstabelle, EDV-Abteilung, das Vorstandssekretariat und Investor Relations idR ständige Vertraulichkeitsbereiche sein. *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 22 Rz 15; *Hausmaninger/Ketzer*, ÖBA 2002, 218.

Ausnahmsweise dürfen gemäß § 4 Abs 2 ECV Emittenten, die ausschließlich eine Holdingfunktion ausüben, ihr gesamtes Unternehmen als einen einzigen Vertraulichkeitsbereich definieren, sofern die Größe des Unternehmens die Einrichtung mehrerer Vertraulichkeitsbereiche als un-  
tunlich<sup>658</sup> erscheinen lässt und die Kontrolltätigkeit des Compliance-Verantwortlichen dadurch nicht eingeschränkt wird. Die Einrichtung vorübergehender bzw. projektbezogener Vertraulichkeitsbereiche kann erforderlich sein, wenn bei der Durchführung insiderrechtlich relevanter Aufgaben mehrere Abteilungen zusammenarbeiten. Anlassfälle hierfür können beispielsweise die Erstellung des Geschäftsberichts, Übernahmeangebote, Akquisitionen oder Kapitalerhöhungen sein.<sup>659</sup>

Gemäß § 4 Abs 4 ECV sind Vertraulichkeitsbereiche von anderen Unternehmensbereichen durch geeignete organisatorische Maßnahmen zu trennen, um eine missbräuchlichen Verwendung oder Weitergabe von Insider-Informationen zu verhindern. Die Verordnung nennt demonstrativen das Versperren von Behältern und Schränken, die räumliche Trennung, die Einführung von Zutrittsbeschränkungen und personelle Unvereinbarkeitsbestimmungen sowie EDV-Zugriffsbeschränkungen als geeignete organisatorische Maßnahmen.

Als Personen aus Vertraulichkeitsbereichen werden in § 3 Z 4 ECV all jene Personen definiert, die in einem Dienstverhältnis zum Emittenten stehen und organisatorisch oder funktionell einem Vertraulichkeitsbereich zur Dienstverrichtung zugeordnet sind, Mitglieder der Geschäftsleitung und des Aufsichtsrates sowie sonstige für den Emittenten tätige natürliche oder juristische Personen, die regelmäßig oder anlassbezogen Zugang zu Insiderinformationen haben. Zur Prävention und zur Schaffung eines Problembewusstseins hat der Emittent gemäß § 4 Abs 5 ECV sicherzustellen, dass die Personen aus Vertraulichkeitsbereichen die aus den Rechts- und Verwaltungsvorschriften erwachsenden Pflichten schriftlich anerkennen und schriftlich erklären, sich der Sanktionen bewusst zu sein, die bei einer missbräuchlichen Verwendung oder einer nicht ordnungsgemäßen Verbreitung von Insiderinformationen verhängt werden.<sup>660</sup>

---

<sup>658</sup> Verfügt die Holding über zumindest 50 Arbeitnehmer, wird die Einrichtung mehrerer Vertraulichkeitsbereiche idR nicht mehr untunlich sein. Verordnungsbegründung zu § 4 Abs 2 ECV.

<sup>659</sup> Verordnungsbegründung zu § 3 Z 3 ECV; *Zuffer/Karollus-Brunner*, *ecolox* 2002, 254.

<sup>660</sup> Die Erfüllung dieser Pflichten kann typischerweise im Zuge der Aushändigung der Insider-Compliance-Richtlinie erfolgen. Verordnungsbegründung zu § 4 Abs 5 ECV.

**c) Umgang mit und Weitergabe von Insiderinformationen**

Um die Steuerung des Insiderinformationsflusses innerhalb des Emittenten zu regeln, enthält die ECV in den §§ 5, 6 u 7 Vorschriften über den Umgang mit Insiderinformationen innerhalb eines Vertraulichkeitsbereichs, die Weitergabe von Insiderinformationen aus einem Vertraulichkeitsbereich in einen anderen Unternehmensbereich sowie die Weitergabe an unternehmensfremde Personen. Diese Bestimmungen werden durch zwei Grundsätze geprägt. Erstens soll dem „*need to know*“ Prinzip folgend die Anzahl der mit Insiderinformationen befassten Personen – unabhängig davon ob ein Vertraulichkeitsbereich eingerichtet ist - möglichst gering gehalten werden.<sup>661</sup> Zweitens ist die Überwachungstätigkeit des Compliance-Verantwortlichen nur effektiv wahrnehmbar, wenn er über das Entstehen sowie die Weitergabe von Insiderinformationen umgehend informiert wird.<sup>662</sup>

Gemäß § 5 Abs 1 ECV hat der Emittent geeignete Anweisungen zu erteilen, damit innerhalb eines Vertraulichkeitsbereiches Insiderinformationen nur jenen Personen zur Kenntnis gelangen, die mit der Bearbeitung dieser Informationen auf Grund ihrer Tätigkeit befasst sind. Daher sind gemäß § 5 Abs 3 u 4 ECV unter anderem Schriftstücke, digitale Datenträger, elektronisch gespeicherte Daten und Emails, die Insiderinformationen beinhalten, vor einem Zugriff durch Personen, die diese nicht für ihre Tätigkeit benötigen, zu schützen. Hierfür kommen vor allem Zutrittsbeschränkungen, versperrbare Schränke, IT-Zugriffsbeschränkungen, Passwörter sowie Arbeitsanweisungen über das Abspeichern und Kopieren sensibler Daten in Betracht.<sup>663</sup> Weiters hat der Emittent gemäß § 5 Abs 2 ECV seine Mitarbeiter anzuweisen, sämtliche im Unternehmen erstmals bekannt gewordene und als solche erkannte Insiderinformationen unverzüglich dem Compliance-Verantwortlichen zu melden.<sup>664</sup>

---

<sup>661</sup> Verordnungsbegründung zu §§ 5 Abs 1 u 6 Abs 2 ECV. Die Grenze einer zulässigen Weitergabe von Insiderinformationen wird jedenfalls von § 48b BörseG gesetzt.

<sup>662</sup> Vgl. §§ 5 Abs 2 u 6 Abs 3 u 4 ECV.

<sup>663</sup> *Zuffer/Karollus-Brunner*, Compliance für Emittenten (II), *ecolex* 2002, 352 (352f). Auch eine Einschränkung von EDV-Administratoren-Rechten ist erforderlich, damit diese nicht unbeschränkt auf Insiderinformationen zugreifen können. *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 381.

<sup>664</sup> Die doppelte Einschränkung auf erstmals bekannt gewordene und als solche erkannte Insiderinformationen soll laut Verordnungsbegründung zwei Bedenken begegnen. Einerseits soll die mehrmalige Meldung von Informationen verhindert werden. Andererseits sollen Mitarbeiter vor Sanktionen geschützt werden, wenn Informationen in Grenzfällen trotz sorgfältiger Prüfung nicht als Insiderinformationen erkennbar waren. Verordnungsbegründung zu § 5 Abs 2 ECV. Die Mitarbeiter sollten angewiesen werden, im Zweifelsfall eine Information dem Compliance-Verantwortlichen zu melden. *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 380; *Zuffer/Karollus-Brunner*, *ecolex* 2002, 353.

Nicht nur innerhalb des Vertraulichkeitsbereichs sondern auch im Geschäftsverkehr mit anderen Unternehmensbereichen ist gemäß § 6 Abs 1 ECV die Vertraulichkeit von Insiderinformationen zu wahren. Die Weitergabe von Insiderinformationen in einen anderen Vertraulichkeitsbereich ist zweifach eingeschränkt, indem diese nur zu Unternehmenszwecken und nur im unbedingt erforderlichen Ausmaß erfolgen darf. Gemäß § 6 Abs 3 ECV ist der Compliance-Verantwortliche unverzüglich zu informieren, sobald eine Insiderinformation weitergeben wurde. Dieser hat die Meldung zu dokumentieren.<sup>665</sup> Sofern ein institutionalisierter und vordefinierter Informationsablauf eingerichtet wurde, kann die Meldung an den Compliance-Verantwortlichen entfallen. Diese Informationsabläufe können vom Emittenten eingerichtet werden, um regelmäßigen Informationsaustausch zwischen Geschäftsleitung und Aufsichtsrat, Zentralbetriebsrat und Betriebsrat oder im Zuge der Erstellung von Quartalsberichten und des Jahresabschlusses zu erleichtern.<sup>666</sup> Der Emittent hat diese Informationsabläufe schriftlich zu dokumentieren und den Compliance-Verantwortlichen über deren Einrichtung bzw. Änderung zu informieren, der diese seinerseits gemäß § 11 Abs 2 Z 4 ECV in das Insiderverzeichnis einträgt.

Auch nach dem Verlassen eines Vertraulichkeitsbereiches sind Insiderinformationen geheim zu halten. Daher hat der Emittent gemäß § 7 Abs 1 ECV entsprechende Vorkehrungen zu treffen, wobei jedenfalls der Adressat der Informationen auf den Umstand aufmerksam zu machen ist, dass es sich um eine Insiderinformation handelt. Die Weitergabe von Insiderinformationen an unternehmensfremde Personen ist gemäß § 7 Abs 2 ECV nur unter bestimmten Voraussetzungen zulässig. Dabei handelt es sich um Personen, die weder in einem Arbeitsverhältnis zum Emittenten stehen noch für diesen iSv § 3 Z 4 ECV tätig sind.<sup>667</sup> Die Weitergabe muss zu Unternehmenszwecken notwendig sein, sich auf den unbedingt erforderlichen Umfang beschränken, und die unternehmensfremde Person muss sich verpflichten, die Information geheim zu halten und nicht iSv § 48b BörseG missbräuchlich zu verwenden. Daher hat der Emittent mit der betreffenden Person eine Geheimhaltungsvereinbarung zu schließen.<sup>668</sup> Dieses Erfordernis entfällt jedoch

---

<sup>665</sup> Aufzuzeichnen sind der Informationsinhalt, der Name der meldenden Person, der Zeitpunkt des Erhalts der Meldung und der Weitergabe der Information sowie die Namen jener Personen, die bereits Kenntnis von der Insiderinformation besitzen oder Kenntnis erlangen sollen.

<sup>666</sup> Verordnungsbegründung zu § 6 Abs 4 ECV.

<sup>667</sup> Verordnungsbegründung zu § 7 Abs 2 ECV. Nach *Resch/Sidlo* sind als unternehmensfremde Personen natürliche und juristische Personen anzusehen, die aufgrund einer vertraglichen Verpflichtung oder eines einmaligen Auftrags zufälligerweise eine Insiderinformation erhalten. *Resch/Sidlo*, ÖBA 2005, 301.

<sup>668</sup> Verordnungsbegründung zu § 7 Abs 2 ECV. Die Geheimhaltungsvereinbarung sollte auch auf das Verbot der missbräuchlichen Verwendung hinweisen und die Verpflichtung enthalten, die Geheimhaltungspflicht auf die Mitarbeiter der unternehmensfremden Person zu überbinden. *Zuffer/Karollus-Brunner*, *ecolex* 2002, 353.

bei Personen, die auf Grund von Gesetzen oder Standesregeln zur Verschwiegenheit verpflichtet sind.<sup>669</sup>

#### d) *Sperrfristen und Handelsverbote*

Der Emittent hat gemäß § 8 Abs 1 ECV angemessene Sperrfristen festzulegen, innerhalb derer Personen aus Vertraulichkeitsbereichen keine börslichen oder außerbörslichen<sup>670</sup> Geschäfte mit Aktien und aktienähnlichen Wertpapieren des Emittenten sowie von diesen abgeleiteten Finanzinstrumenten erteilen dürfen. Das Handelsverbot gilt absolut, also unabhängig von einer etwaigen Kenntnis einer Insiderinformation durch eine Personen aus einem Vertraulichkeitsbereich.<sup>671</sup>

Erfasst vom Handelsverbot sind gemäß § 9 Abs 1 ECV auch Order, die von Personen aus Vertraulichkeitsbereichen im Namen und/oder für Rechnung eines Dritten, von Dritten im Namen und/oder für Rechnung von Personen aus Vertraulichkeitsbereichen oder von juristischen Personen, treuhänderisch tätigen Einrichtungen oder Personengesellschaften, die direkt oder indirekt von einer Person aus einem Vertraulichkeitsbereich kontrolliert werden, die zugunsten einer solchen Person gegründet wurden oder deren wirtschaftliche Interessen weitgehend einer solchen Person entsprechen, erteilt werden.<sup>672</sup> Hingegen unterliegen dem Handelsverbot Personen nicht, die in einer engen Beziehung zu einer Führungskraft des Emittenten stehen. Diese Diskrepanz zwischen dem von der Directors' Dealings Meldepflicht und dem vom Handelsverbot erfassten Personenkreis wird von der FMA damit begründet, dass der Emittent zu den Familienmitgliedern einer Führungskraft keine direkte rechtliche Beziehung und folglich auch keinen unmittelbaren Einfluss auf deren Handlungen habe.<sup>673</sup>

<sup>669</sup> Zu diesem Personenkreis zählen insbesondere Banken, Steuerberater und Rechtsanwälte. *Resch/Sidlo*, ÖBA 2005, 301.

<sup>670</sup> *Resch/Sidlo*, ÖBA 2005, 302.

<sup>671</sup> *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 387.

<sup>672</sup> Ausgenommen sind gemäß § 9 Abs 2 ECV Geschäfte, die im Rahmen einer Verpflichtung als Market Maker, Specialist oder Betreuer in Auktionen von Personen aus Vertraulichkeitsbereichen im üblichen Ausmaß erteilt werden. Weiters erstreckt sich das Handelsverbot nach *Resch/Sidlo* nicht auf Gesellschaften, deren Organmitglieder gleichzeitig auch Aufsichtsrat einer börsennotierten Gesellschaft sind, weil die Formulierung „*deren Führungsaufgaben durch [...] wahrgenommen werden*“ in § 48a Abs 1 Z 9 lit d BörseG bewusst nicht in § 9 Abs 1 Z 3 ECV übernommen worden sei. Hintergrund der Ausnahme sei, dass viele Banken Beteiligungen an börsennotierten Gesellschaften halten und ihre Interessen von den Bankvorständen als Aufsichtsräte dieser Gesellschaften wahrgenommen werden. *Resch/Sidlo*, ÖBA 2005, 303. *Ketzer* hat diese Ausnahme zu Recht als bewusstes Schaffen einer Schutzlücke zugunsten der Beteiligungsverwaltung von Banken kritisiert. *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 389f. Darüber hinaus steht die von *Resch/Sidlo* angenommene Ausnahme auch im Widerspruch zu den Grundsätzen der Zurechnung von Wissen der Organe zur Gesellschaft. Wenn selbst das private Wissen von Organen einer Gesellschaft zuzurechnen ist, ist mE nicht einzusehen, warum das im Zuge der Beteiligungsverwaltung als Aufsichtsrat erworbenen Wissen im Hinblick auf das Handelsverbot privilegiert werden sollte

<sup>673</sup> Verordnungsbegründung zu § 9 ECV. Nach *Ketzer* wäre diese Überlegung auch auf juristische Personen anzuwenden. Insbesondere wären Privatstiftungen von Vorstandsmitgliedern nicht zu erfassen, weil diese als Begünstigte nicht zugleich als Stiftungsvorstand fungieren und idR auch keine vertragliche Beziehung zum Emittenten haben.

Sofern erforderlich kann der Compliance-Verantwortliche gemäß § 8 Abs 3 ECV zusätzliche Sperrfristen in Abstimmung mit der Geschäftsleitung des Emittenten festlegen, wobei diese das Handelsverbot auch auf einen bestimmten Kreis von Personen aus Vertraulichkeitsbereichen oder auf einzelne Vertraulichkeitsbereiche einschränken können. Beginn und Dauer dieser zusätzlichen Sperrfristen sind den betreffenden Personen schriftlich<sup>674</sup> zur Kenntnis zu bringen.

§ 8 Abs 2 ECV definiert als angemessene Sperrfristen Zeiträume von 3 Wochen vor der geplanten Veröffentlichung der (vorläufigen) Quartalszahlen und 6 Wochen vor der geplanten Veröffentlichung der (vorläufigen) Jahreszahlen. Die Sperrfrist endet jedenfalls mit der ordnungsgemäßen Veröffentlichung der jeweils endgültigen Zahlen.<sup>675</sup> Auch zusätzliche Sperrfristen dürfen nur für einen angemessenen Zeitraum angeordnet werden.<sup>676</sup>

Gemäß § 8 Abs 4 ECV kann der Compliance-Verantwortliche einzelnen Personen eines Vertraulichkeitsbereiches während einer Sperrfrist in begründeten Einzelfällen und auf Antrag Ausnahmen vom Handelsverbot gewähren. Voraussetzung dafür ist, dass die Rechtfertigung für diese Ausnahme in persönlichen Umständen der Person gelegen ist, und darüber hinaus sichergestellt ist, dass dadurch keine Verletzung der Insiderverbote droht.<sup>677</sup> Nach der Verordnungsbegründung liegen derartige persönliche Umstände idR nur vor, wenn dringender Geldbedarf besteht, weswegen Ausnahmen typischerweise nur für Verkäufe gewährt werden können.<sup>678</sup> Der Compliance-Verantwortliche hat den Antrag auf Gewährung einer Ausnahme sowie seine Entscheidung samt der dafür maßgeblichen Gründe zu dokumentieren und diese Informationen gemäß § 11 Abs 2 Z 4 ECV in das Insiderverzeichnis aufzunehmen.

---

*Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger, Compliance 387.* Der Argumentation von *Ketzer* ist grundsätzlich beizupflichten, wenngleich eine wichtige Einschränkung vonnöten ist. Hat sich das Vorstandsmitglied als Stifter der Privatstiftung den Widerruf in der Stiftungszusatzurkunde vorbehalten, handelt es sich um eine kontrollierte Privatstiftung iSd ÜbG.

<sup>674</sup> Verordnungsbegründung zu § 8 Abs 3 ECV.

<sup>675</sup> Verordnungsbegründung zu § 8 Abs 2 ECV; *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger, Compliance 388; Resch/Sidlo, ÖBA 2005, 302.*

<sup>676</sup> Da die ECV keine Angaben zur Dauer zusätzlicher Sperrfristen macht, sollte der Compliance-Verantwortlichen mit der FMA diesbezüglich Rücksprache halten. *Hausmaninger/Kletter/Burger, Corporate Governance Regel 21 Rz 46.*

<sup>677</sup> Der Compliance-Verantwortliche wird auch aus eigenem Interesse den Antrag sorgfältig prüfen, um nicht selbst eine Beteiligung an einem Insiderdelikt angelastet zu bekommen. *Hausmaninger/Ketzer, ÖBA 2002, 222.*

<sup>678</sup> Verordnungsbegründung zu § 8 Abs 4 ECV. Verfehlt ist die Ansicht von *Hausmaninger/Ketzer*, dass eine mangelnde Beteiligung an beispielsweise der Erstellung eines Jahresabschlusses als ausreichender Grund für die Erteilung einer Ausnahme zu qualifizieren ist. Vgl. *Hausmaninger/Ketzer, ÖBA 2002, 222.*

**e) Übermittlung von Directors' Dealings Meldungen**

Die Directors' Dealings Meldepflicht gemäß § 48d Abs 4 BörseG wird durch eine besondere Übermittlungspflicht für meldepflichtige Personen aus Vertraulichkeitsbereichen ergänzt. Der Emittent ist gemäß § 10 ECV verpflichtet, durch geeignete organisatorische Maßnahmen sicherzustellen, dass Directors' Dealings auch dem Compliance-Verantwortlichen übermittelt werden. Die Verpflichtung zur Übermittlung ist gemäß § 12 Abs 2 Z 5 ECV in die Compliance-Richtlinie aufzunehmen, was nach der Verordnungsbegründung eine geeignete organisatorische Maßnahme darstellt.<sup>679</sup> Weiters hat der Compliance-Verantwortliche den Inhalt und den Zeitpunkt dieser Meldungen aufzuzeichnen.

§ 10 ECV ist eine flankierende Maßnahme zur Directors' Dealings Meldepflicht und soll dem Compliance-Verantwortlichen die Ausübung seiner Überwachungspflichten erleichtern.<sup>680</sup>

**f) Insiderverzeichnis**

§ 11 ECV konkretisiert die in § 48 Abs 3 BörseG normierte Pflicht zur Führung eines Insiderverzeichnisses.<sup>681</sup> Gemäß § 11 Abs 1 ECV hat der Emittent sicherzustellen, dass der Compliance-Verantwortliche ein Insiderverzeichnis führt, dieses regelmäßig aktualisiert und auf Anfrage dieses unverzüglich an die FMA übermittelt. Das Insiderverzeichnis kann laut Verordnungsbegründung grundsätzlich auch elektronisch geführt werden, sofern die Daten jederzeit verfügbar sind und innerhalb angemessener Frist lesbar gemacht werden können.<sup>682</sup> Das Insiderverzeichnis ist nach seiner Erstellung oder gegebenenfalls nach seiner letzten Aktualisierung gemäß § 11 Abs 3 ECV mindestens fünf Jahre lang aufzubewahren.

Das Verzeichnis hat gemäß § 11 Abs 2 ECV unter anderem dessen Erstellungs- und Aktualisierungsdatum, die natürlichen und juristischen Personen<sup>683</sup> aus Vertraulichkeitsbereichen unter Angabe von Vor- und Zuname sowie Geburtsdatum bzw. im Fall juristischer Personen die Firma

---

<sup>679</sup> Verordnungsbegründung zu § 10 ECV. Kritisch *Zuffer/Karollus-Brunner*, *ecolex* 2002, 354. Nach *Hausmaninger/Kletter/Burger* sollten die meldepflichtigen Führungskräfte vom Emittenten verpflichtet werden, meldepflichtige Wertpapiertransaktionen vom Compliance-Verantwortlichen vorab absegnen zu lassen *Hausmaninger/Kletter/Burger*, *Corporate Governance* Regel 19 Rz 13.

<sup>680</sup> Verordnungsbegründung zu § 10 ECV.

<sup>681</sup> Bemerkenswert ist jedoch, dass der persönliche Anwendungsbereich der ECV kleiner ist als jener von § 48 Abs 3 BörseG. Daher besteht für nicht durch die ECV erfasste Emittenten die Pflicht zur Führung eines Insiderverzeichnisses direkt aus dem BörseG.

<sup>682</sup> Verordnungsbegründung zu § 11 ECV.

<sup>683</sup> Sofern juristische Personen als Personen aus Vertraulichkeitsbereichen im Insiderverzeichnis zu erfassen sind, hat der Compliance-Verantwortliche lediglich die juristische Person aber nicht deren Mitarbeiter einzutragen. *Resch/Sidlo*, *ÖBA* 2005, 301.

und Firmenbuchnummer sowie eine Angabe des Vertraulichkeitsbereiches, dem die Person angehört, zu enthalten. Weiters sind der Beginn und das Ende der Zugehörigkeit einer Person zum Vertraulichkeitsbereich aufzuzeichnen.

In das Insiderverzeichnis sind nach *Resch/Sidlo* nur jene Personen aufzunehmen, die Zugang zu Insiderinformationen mit direktem oder indirektem Bezug zum Emittenten haben. Nicht aufzunehmen wären dagegen Insiderinformationen anderer Gesellschaften, die dem Emittenten zugänglich werden, weil § 48d Abs 3 BörseG iVm Art 6 Abs 3 MarktmissbrauchsRL iVm Art 5 DurchführungsRL 2004/72/EG einschränkend zu lesen sei.<sup>684</sup>

#### **g) *Insider-Compliance-Richtlinie***

Der Emittent ist gemäß § 12 Abs 1 ECV verpflichtet, eine unternehmensinterne Insider-Compliance-Richtlinie zu erlassen und diese den Mitgliedern der Geschäftsleitung und des Aufsichtsrates, sämtlichen Arbeitnehmern und den sonst für den Emittenten tätigen Personen, die regelmäßig oder anlassbezogen Zugang zu Insiderinformationen haben, zur Kenntnis zu bringen. Aus Dokumentationsgründen empfiehlt es sich, die Übergabe der Insider-Compliance-Richtlinie durch Gegenzeichnung schriftlich bestätigen zu lassen.<sup>685</sup> Um das Problembewusstsein der Adressaten zu schärfen, sollte die Richtlinie auch im Unternehmen dauerhaft ausgehängt<sup>686</sup> und im Intranet zum Abruf bereitgestellt werden.

Da die Insider-Compliance-Richtlinie eine Anpassung der Vorgaben der ECV an die konkreten Umstände des Emittenten ermöglichen soll, schreibt § 12 Abs 2 ECV lediglich deren Mindestinhalt vor.<sup>687</sup> Unter anderem sind die ständigen Vertraulichkeitsbereiche, die Dauer der Sperrfristen vor der geplanten Veröffentlichung der (vorläufigen) Quartals- und Jahreszahlen, Befugnisse und Aufgabenbereich des Compliance-Verantwortlichen sowie dessen Stellung im Unternehmen, die Grundsätze für den Umgang und die Weitergabe von Insiderinformationen und die zivilrechtlichen oder dienstrechtlichen Konsequenzen im Falle von Verstößen gegen die Compliance-Richtlinie zu erläutern. Zusätzlich zu den Mindestangaben sollten in der Compliance-Richtlinie die Insiderverbote und die Directors' Dealings Meldepflicht in verständlichen Worten

---

<sup>684</sup> *Resch/Sidlo*, ÖBA 2005, 303; aA *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 385.

<sup>685</sup> Auch eine elektronische Übermittlung der Compliance-Richtlinie ist möglich, sofern der Zugang der Nachricht EDV-technisch eindeutig dokumentiert werden kann. *Zuffer/Karollus-Brunner*, *ecolex* 2002, 253.

<sup>686</sup> *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 392.

<sup>687</sup> Verordnungsbegründung zu § 12 Abs 1 u 2 ECV.

erklärt werden.<sup>688</sup> Weiters empfiehlt es sich, das Verhalten gegenüber Journalisten und Analysten zu regeln und unter anderem vorzusehen, dass die Kommunikation mit diesen Personen zentralisiert über die Investor-Relations Abteilung erfolgt, oder Gespräche mit Analysten und Journalisten sorgfältig protokolliert werden, damit im Fall von Ermittlungen der FMA die Weitergabe von Informationen nachvollzogen werden kann.<sup>689</sup> Um eine unbefugte Weitergabe zu verhindern, sollten Pressearbeit und Investor-Relations Aktivitäten mit dem Compliance-Verantwortlichen abgestimmt werden.<sup>690</sup>

Gemäß § 12 Abs 3 ECV hat der Emittent ein Exemplar der Insider-Compliance-Richtlinie in geeigneter Weise an die FMA zu übermitteln und diese auch über Änderungen der Richtlinie unverzüglich in Kenntnis zu setzen.<sup>691</sup> Obwohl die ECV nicht explizit eine Informationspflicht des Emittenten gegenüber den eigentlichen Adressaten der Insider-Compliance-Richtlinie vorsieht, sollte auch diesen gegenüber die geänderte Richtlinie unverzüglich bekanntgemacht werden.<sup>692</sup>

#### **h) Compliance-Verantwortlicher**

Unbeschadet der Verantwortlichkeit der Geschäftsleitung für die Umsetzung und Einhaltung der ECV, kann diese gemäß § 13 Abs 1 ECV einen eigenen Compliance-Verantwortlichen bestellen und dessen Tätigkeitsbereich festlegen, sofern es die Größe und die Struktur des Unternehmens erfordern.<sup>693</sup> Der Compliance-Verantwortliche untersteht in seiner Funktion direkt der Geschäftsleitung.<sup>694</sup> Obwohl die ECV keine bestimmten Anforderungen an die Person des Compliance-Verantwortlichen vorsieht, sollte die Geschäftsleitung eine charakterlich und fachlich quali-

<sup>688</sup> *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 393.

<sup>689</sup> *Hausmaninger/Kletter/Burger*, Corporate Governance Regel 21 Rz 34; *Zuffer/Karollus-Brunner*, *ecolex* 2002, 356; *Hausmaninger/Ketzer*, ÖBA 2002, 220.

<sup>690</sup> *Hausmaninger/Ketzer*, ÖBA 2002, 220.

<sup>691</sup> Durch diese Informationspflicht soll der FMA die Überwachung der Einhaltung der ECV erleichtert werden. Verordnungsbegründung zu § 12 Abs 3 ECV. Der Begriff geeignete Übermittlung ist wohl als nachweisliche Zustellung, etwa durch eingeschriebenen Brief oder Übergabe durch Boten, zu verstehen. *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 392; *Hausmaninger/Ketzer*, ÖBA 2002, 220.

<sup>692</sup> *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 391; *Zuffer/Karollus-Brunner*, *ecolex* 2002, 253.

<sup>693</sup> Nach *Ketzer* besteht eine Pflicht zur Einsetzung eines Compliance-Verantwortlichen nur dann, wenn sowohl Größe als auch Struktur des Unternehmens dies erfordern. *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance 373. ME würde stattdessen ein bewegliches System dem Zweck der ECV auch unter dem Gesichtspunkt der Judikatur des VwGH entsprechen. Vgl. VwGH 25.01.2005, 2004/02/0293.

<sup>694</sup> Im Gegensatz dazu ist der Compliance-Verantwortliche nach § 18 Abs 4 WAG im Sinne einer fachlichen Weisungsfreiheit unabhängig. *FMA*, Rundschreiben betreffend die organisatorischen Anforderungen des Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 im Hinblick auf Compliance, Risikomanagement und interne Revision, [http://www.fma.gv.at/cms/site/attachments/5/6/1/CH0238/CMS1235038088987/rundschreiben\\_org\\_anford\\_wag\\_07\\_final.pdf](http://www.fma.gv.at/cms/site/attachments/5/6/1/CH0238/CMS1235038088987/rundschreiben_org_anford_wag_07_final.pdf) (15.08.2011).

fizierte Person bestellen.<sup>695</sup> Der Compliance-Verantwortliche hat die ihm bekannt gewordenen Insiderinformationen gemäß § 13 Abs 2 ECV streng vertraulich zu behandeln.

Die Aufgaben des Compliance-Verantwortlichen ergeben sich aus § 13 Abs 3 bis 5 ECV und umfassen insbesondere die stichprobenartige, laufende Überwachung der Einhaltung der Vorschriften über die Weitergabe von Insiderinformationen sowie über die organisatorischen Maßnahmen zur Verhinderung einer missbräuchlichen Verwendung oder Weitergabe von Insiderinformationen, die Beratung und Unterstützung der Geschäftsleitung hinsichtlich ihrer Insider-Compliance Pflichten, die regelmäßige Berichterstattung an die Geschäftsleitung, die Schulung der Arbeitnehmer des Emittenten über die Insiderverbote sowie die Erstellung eines jährlichen Tätigkeitsberichts über das abgelaufene Geschäftsjahr.

Weiters hat der Compliance-Verantwortliche die zur Setzung der erforderlichen arbeitsrechtlichen Schritte zuständige Stelle zu informieren, sobald er Kenntnis von Verstößen gegen die Insider-Compliance-Richtlinie durch einen Arbeitnehmer des Emittenten erlangt. Er ist hingegen nicht verpflichtet, die FMA bei Verstößen zu benachrichtigen. Eine entsprechende Benachrichtigungspflicht wurde jedoch durch die Hintertüre eingeführt. Der jährliche Tätigkeitsbericht des Compliance-Verantwortlichen, der gemäß § 13 Abs 4 lit d ECV auch die bekannten Compliance-Verstöße beinhalten muss, ist nämlich gemäß § 13 Abs 6 ECV binnen fünf Monaten nach Ablauf des Geschäftsjahres an den Aufsichtsrat und die FMA zu übermitteln, wodurch zumindest mit einer zeitlichen Verzögerung auch diese von Verletzungen der ECV und den Insiderverboten Kenntnis erlangt.<sup>696</sup>

Der Compliance-Verantwortliche kann auch zu einem verantwortlichen Beauftragten iSv § 9 Abs 2 VStG bestellt werden, wodurch er die verwaltungsstrafrechtliche Verantwortung für die Einhaltung der ECV durch den Emittenten übernimmt.<sup>697</sup> Voraussetzung hierfür ist gemäß § 9

---

<sup>695</sup> *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger, Compliance 373.*

<sup>696</sup> Zu Recht kritisiert *Ketzer*, dass die verspätete Aufdeckung von Compliance-Verstößen durch Übermittlung des Tätigkeitsberichts an die FMA dem Schutzzweck der ECV nicht dienlich ist. Hingegen ist die von *Ketzer* angedachte Whistleblowing-Pflicht des Compliance-Verantwortlichen abzulehnen, weil dieser im Interesse des Emittenten und nicht als Überwachungsorgan der FMA tätig wird. *Ketzer in Lucius/Oppitz/Pachinger, Compliance 375.*

<sup>697</sup> Verordnungsbegründung zu § 13 Abs 1 ECV. Auch weisungsgebundene Dienstnehmer können zu verantwortlichen Beauftragten bestellt werden. VwGH 19.05.1994, 92/18/0198. Der räumliche oder sachliche Bereich der Zuständigkeit für ein und denselben Verantwortungsbereich darf nur einem einzigen verantwortlichen Beauftragten zugewiesen werden. VwGH 30.09.1998, 95/09/0307. Die Bestellung zum verantwortlichen Beauftragten kann formfrei erfolgen, jedoch bedarf sie dessen nachweislicher Zustimmung, die im Bewusstsein seiner künftigen Verantwortung für die Einhaltung der Verwaltungsvorschriften erfolgte. VwGH 11.10.2000, 2000/03/0097; VwGH 23.09.1994, 94/02/0258.

Abs 4 VStG, dass dem verantwortlichen Beauftragen eine entsprechende Anordnungsbefugnis eingeräumt wurde. Es können nur Personen mit Hauptwohnsitz im Inland zum verantwortlichen Beauftragen bestellt werden. Bei Staatsangehörigen von EWR-Vertragsstaaten genügt es, wenn die Zustellung im Verwaltungsstrafverfahren am ausländischen Wohnsitz des verantwortlichen Beauftragten sichergestellt ist.

**i) Sanktionen**

Ein vorsätzlicher oder fahrlässiger Verstoß gegen die Vorschriften der ECV ist gemäß § 48 Abs 1 Z 1 BörseG eine Verwaltungsübertretung und von der FMA mit einer Geldstrafe von bis zu 30.000 Euro zu bestrafen, sofern die Tat nicht den Tatbestand einer in die Zuständigkeit der Gerichte fallenden strafbaren Handlung darstellt.

Gemäß § 9 Abs 1 VStG ist die Strafe gegen die nach außen vertretungsbefugten Personen des Emittenten zu verhängen.<sup>698</sup> Trotz Bestellung eines verantwortlichen Beauftragten bleibt gemäß § 9 Abs 6 VStG die Verantwortung der Vorstandsmitglieder aufrecht, wenn diese die Tat vorsätzlich nicht verhindert haben.<sup>699</sup> Eine verwaltungsstrafrechtliche Verantwortlichkeit des verantwortlichen Beauftragten scheidet gemäß § 9 Abs 5 VStG weiters aus, wenn dieser aufgrund einer besonderen Weisung des Arbeitgebers gehandelt hat und glaubhaft machen kann, dass ihm die Einhaltung dieser Verwaltungsvorschrift unzumutbar war. Eine Unzumutbarkeit ist nicht gegeben, wenn der Arbeitgeber den verantwortlichen Beauftragten zur Verletzung einer Verwaltungsvorschrift unter Androhung dienstlicher Konsequenzen drängt.<sup>700</sup> Lediglich eine Weisung, die gezielt auf eine bestimmte Rechtsverletzung abzielt, stellt einen Schuldausschließungsgrund dar.<sup>701</sup>

Der Emittent haftet gemäß § 9 Abs 7 VStG für Geldstrafen und Verfahrenskosten, die über die Vorstandsmitglieder oder über einen zum verantwortlichen Beauftragten bestellten Compliance-Verantwortlichen, verhängt wurden, zur ungeteilten Hand.

---

<sup>698</sup> Bei der Aktiengesellschaft zählen zu den nach außen vertretungsbefugten Personen nur die Vorstandsmitglieder, nicht aber Prokuristen. VwGH 23.04.1990, 90/19/0002. Eine satzungsmäßige Regelung der Kompetenzen ist für das Verwaltungsstrafrecht beachtlich, nicht aber eine durch interne Aufgabenverteilung. *Walter/Thienel*, Verwaltungsverfahrensgesetze<sup>2</sup> II (2000) § 9 VStG Anm 8

<sup>699</sup> Dabei handelt es sich um ein echtes Unterlassungsdelikt. *Walter/Mayer*, Grundriss des österreichischen Verwaltungsverfahrensrechts<sup>8</sup> (2003) Rz 779.

<sup>700</sup> VwGH 25.11.2004, 2003/03/0297; VwGH 19.09.1989, 88/08/0158.

<sup>701</sup> Die besondere Weisung begründet eine Haftung des Bestimmungstäters nach § 7 VStG. *N. Raschauer/Wessely*, Verwaltungsstrafrecht (2005) 117; *Walter/Mayer*, Grundriss des österreichischen Verwaltungsverfahrensrechts<sup>8</sup> Rz 778.

Nach § 5 Abs 1 VStG genügt zur Strafbarkeit leichte Fahrlässigkeit. Dem Täter steht es frei nachzuweisen, dass ihn an der Verletzung der Verwaltungsvorschrift kein Verschulden trifft.<sup>702</sup>

Die ständige Rechtsprechung des VwGH zum verwaltungsstrafrechtlichen Nichtverschulden wendet einen strengen Maßstab an. Stichprobenartige Kontrollen, Weisungen und Schulungen reichen jedenfalls nicht aus.<sup>703</sup> Vielmehr müssen Maßnahmen ergriffen werden, die unter den vorhersehbaren Verhältnissen die Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften mit gutem Grund erwarten lassen.<sup>704</sup> Dabei müssen angemessene technische Mittel zur Überwachung eingesetzt werden.<sup>705</sup> Werden Missstände entdeckt, so müssen diese beseitigt werden.<sup>706</sup> Der Nachweis des schlichten Bestehens eines Kontrollsystems alleine ist nicht ausreichend. Es muss dargelegt werden, wie dieses konkret anhand des gegenständlichen Sachverhalts funktioniert hat.<sup>707</sup> Das Kontrollsystem muss eine jederzeitige Überwachung sicherstellen.<sup>708</sup> Eine verwaltungsstrafrechtliche Verantwortung der nach außen vertretungsbefugten Personen des Emittenten sowie eines verantwortlichen Beauftragten scheidet bei Verstößen des Aufsichtsrats gegen die ECV aus, soweit diesen gesetzliche bzw. vertragliche Durchsetzungsmöglichkeiten fehlen.<sup>709</sup> Aus der Judikatur des VwGH lassen sich drei konkrete Anforderungen an ein Compliance-Programm ableiten: Erstens müssen angemessene organisatorische Maßnahmen gesetzt werden, die die laufende Kontrolle der Einhaltung verwaltungsrechtlicher Vorschriften sicherstellen. Zweitens müssen Konsequenzen gezogen werden, wenn Missstände entdeckt wurden. Drittens sind die durchgeführten Kontrollmaßnahmen zu dokumentieren, insbesondere welche Aufsichtsperson wann, wie oft und auf welche Weise Kontrollen vorgenommen hat. Selbst wenn ein Verschulden vorliegen sollte, kann ein Compliance-Programm als strafmildernder Faktor herangezogen werden. § 19 Abs 2 VStG verweist auf die in § 34 StGB demonstrativ<sup>710</sup> aufgezählten Milderungsgründe, die sinngemäß unter Berücksichtigung der Eigenart des Verwaltungsstrafrechts anzuwenden sind. Ein Compliance-Programm kann bei rascher Entdeckung gegenwärtiger und Verhinderung zukünftiger Rechtsverstöße beitragen und eine umfassende Kooperation mit den Ermittlungsbehörden

---

<sup>702</sup> *Walter/Mayer*, Grundriss des österreichischen Verwaltungsverfahrensrechts<sup>8</sup> Rz 744ff.

<sup>703</sup> VwGH 26.09.2008, 2007/02/0317; VwGH 24.11.2006, 2005/02/0324; VwGH 23.05.2006, 2005/02/0248; VwGH 28.04.2004, 2001/03/0435; VwGH 27.01.1995, 94/02/0422; VwGH 29.01.1992, 91/03/0035.

<sup>704</sup> VwGH 28.04.2004, 2001/03/0435; VwGH 18.11.2003, 2001/03/0322; VwGH 27.01.1995, 94/02/0422; VwGH 02.07.1990, 90/19/109.

<sup>705</sup> VwGH 30.04.2007, 2006/02/0034.

<sup>706</sup> VwGH 15.02.1994, 92/05/0074; VwGH 25.02.1993, 91/19/0073.

<sup>707</sup> VwGH 23.05.2006, 2005/02/0248; VwGH 25.02.1993, 91/19/0073; VwGH 29.01.1992, 91/03/0035; VwGH 02.07.1990, 90/19/109.

<sup>708</sup> VwGH 23.11.2009, 2008/03/0176.

<sup>709</sup> Verordnungsbegründung zu § 3 Z 3 ECV.

<sup>710</sup> VwGH 14.12.1998, 97/17/0165.

ermöglichen.<sup>711</sup> Weiters ist ein Absehen von der Strafe gemäß § 21 Abs 1 VStG zu erwägen. Voraussetzung hierfür ist, dass lediglich ein geringfügiges Verschulden vorliegt und die Tat bloß unbedeutende Folgen hat.<sup>712</sup>

Die Nichtbeachtung der ECV durch den Emittenten kann auch für seine Börsenzulassung weitreichende Folgen haben. Die Börsegesetz-Novelle 1993 erhob die Erfüllung der Insider-Compliance-Pflichten durch den Emittenten zur Zulassungsvoraussetzung gemäß § 64 Abs 4 BörseG. Unterlässt es der Emittent ein Insider-Compliance-Programm zu installieren, das den Vorgaben der ECV entspricht, stellt dies einen Grund für den Widerruf der Zulassung zum Amtlichen Handel und Geregelten Freiverkehr dar.<sup>713</sup>

Darüber hinaus kann nach hM eine Verletzung der Compliance-Pflichten gemäß § 82 Abs 5 BörseG eine Schutzgesetzverletzung iSv § 1311 ABGB darstellen, sodass der Emittent und seine Organe Schadenersatzansprüchen ausgesetzt sein könnten.<sup>714</sup>

---

<sup>711</sup> Vgl. § 34 Abs 1 Z 15 bis 18 StGB.

<sup>712</sup> VwGH 25.02.2010, 2008/09/0224.

<sup>713</sup> Um die Interessen des Emittenten und der Anleger zu wahren, wird regelmäßig die Setzung einer Nachfrist durch das Börseunternehmen zur Herstellung des gesetzmäßigen Zustandes geboten sein. *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 25 Rz 9.

<sup>714</sup> *Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht § 22 Rz 15; *Schick* in FS Platzgummer 147f; *Hausmaninger/Kretschmer/Oppitz*, Insiderrecht und Compliance 64; *Hausmaninger*, Insider Trading 368 u 409. Im Gegensatz dazu wird den Compliance-Pflichten gemäß § 15 WAG von der hL kein Schutzgesetzcharakter zuerkannt. *Kalss* in *Möllers*, Vielfalt und Einheit 104 mwN.

## 5. Insiderrecht und Compliance in Deutschland

In Deutschland ist das Recht der Wirtschaft, das sich auch auf das Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht erstreckt, und das Strafrecht Teil der konkurrierenden Gesetzgebung gemäß Art 74 Abs 1 Nr 1 u 11 GG. Gemäß Art 72 Abs 2 GG kommt dem Bund das Gesetzgebungsrecht in Angelegenheiten des Rechts der Wirtschaft zu, wenn und soweit die Herstellung gleichwertiger Lebensverhältnisse im Bundesgebiet oder die Wahrung der Rechts- oder Wirtschaftseinheit im gesamtstaatlichen Interesse eine bundesgesetzliche Regelung erforderlich machen.

Das deutsche Recht bietet mit der Aktiengesellschaft<sup>715</sup> und der Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA)<sup>716</sup> zwei börsenfähige Rechtsformen an. Darüber hinaus ist auch die europarechtlich harmonisierte Rechtsform der Europäischen Aktiengesellschaft börsenfähig. Im internationalen Vergleich nutzen deutsche Unternehmen die Börse als Quelle von Eigenkapital nur zurückhaltend. Seit Mitte der 1990er ist jedoch Bewegung in den deutschen Kapitalmarkt gekommen und insbesondere KMU haben verstärkt den Gang an die Börse angetreten.<sup>717</sup> Nichtsdestotrotz ist lediglich ein Drittel der deutschen Unternehmen, die in der Rechtsform der Aktiengesellschaft oder KGaA geführt werden, börsennotiert.<sup>718</sup> Aufgrund der bei weitem größeren Praxisrelevanz der Aktiengesellschaft beziehen sich Ausführungen in diesem Kapitel ausschließlich auf diese Rechtsform.

### 5.1. Entwicklung

Obwohl Insidergeschäfte in Deutschland bereits seit dem 19. Jahrhundert für Aufsehen gesorgt hatten,<sup>719</sup> war lange Zeit eine *laissez faire* Einstellung gegenüber Insiderhandel vorherrschend.<sup>720</sup>

---

<sup>715</sup> 2008 gab es in Deutschland insgesamt 14.429 Aktiengesellschaften, wovon knapp 700 börsennotiert waren. *Bayer/Hoffmann*, Die nichtbörsennotierte Aktiengesellschaft, AG 2008, R 379 (R 379).

<sup>716</sup> Allgemein zu KGaA *Schmidt*, 150 Jahre Kommanditgesellschaft auf Aktien: Balanceakt eines Sonderlings, in *Bayer/Habersack*, Aktienrecht im Wandel II (2007) 1188. Im Jahr 2011 waren 4 von insgesamt 30 DAX-Unternehmen börsennotierte KGaA.

<sup>717</sup> *Schanz*, Börseneinführung<sup>3</sup> § 1 Rz 1ff; *Möllers*, AG 1999, 433.

<sup>718</sup> *Schanz*, Börseneinführung<sup>3</sup> § 3 Rz 4.

<sup>719</sup> *Hopt*, ZGR 1991, 18. Im Gegensatz zum Insiderrecht geht die älteste Schicht der aktien- und börserechtlichen Straftatbestände des deutschen Rechts, Kursbetrug und Falschangaben bei Gründung der AG, auf die Skandale der Gründerzeit zurück. *Hopt*, ZHR 141 (1977) 411 mwN.

<sup>720</sup> *Oechsler*, Der kapitalmarkt- und börsenrechtliche Regelungsrahmen, in *Bayer/Habersack*, Aktienrecht im Wandel II (2007) Rz 39; von *Falkenhausen/Widder*, Die Weitergabe von Insiderinformationen innerhalb einer Rechtsanwalts-, Wirtschaftsprüfer- oder Steuerberatersozietät, BB 2004, 165 (165).

Die Hauptgründe hierfür sind im mangelnden Problembewusstsein und fehlgeleiteten Anspruchsdenken zu suchen.<sup>721</sup> Zum Teil wurde die Existenz von Insiderfällen an ausländischen Börsen schlichtweg mit Hinweis auf angebliche Besonderheiten des heimischen Börsensystems heruntergespielt<sup>722</sup> und die Ansicht vertreten, dass es an deutschen Börsen viel ehrlicher zugehe als in den USA.<sup>723</sup>

Erst Ende der 1960er setzte eine Diskussion über ein Insiderrecht ein. Aufhänger dafür war die schon länger laufende Diskussion über eine Börsenreform. Die im Zuge der Börsegesetz-Reform 1967 angestellten Überlegungen zu einer gesetzlichen Regelung des Insiderrechts wurden aufgrund des Widerstandes der Börsen und betroffenen Wirtschaftskreise jedoch rasch wieder verworfen.<sup>724</sup>

Der erste konkrete Schritt zum deutschen Insiderrecht wurde 1970 von der Börsensachverständigenkommission gesetzt. Diese war beim Bundeswirtschaftsministerium eingerichtet und beschloss zur Lösung der Insiderproblematik Empfehlungen, die aus Insiderhandel-Richtlinien sowie Händler- und Beraterregeln bestanden. Diese Empfehlungen basierten auf dem Prinzip der freiwilligen Selbstverpflichtung. Die Spitzenverbände der deutschen Wirtschaft und die Wertpapierbörsen hatten großen Einfluss auf die Erarbeitung der Regeln genommen, um einem gesetzlichen Insiderhandelsverbot zuvorzukommen.<sup>725</sup> Trotz zweier Novellen in den Jahren 1976 und 1988 wurde am Prinzip der Freiwilligkeit festgehalten.

Die Verabschiedung der Insider-Richtlinien löste ein großes Echo aus, wobei von Anfang an eingehende Kritik am Prinzip der Freiwilligkeit und schweren inhaltlichen Mängeln der Richtlinie geübt wurde.<sup>726</sup> Der schwerwiegendste konzeptionelle Mangel der Insider-Richtlinien war,

<sup>721</sup> Zusammenfassend dazu *Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht; *Bruns*, Der Wertpapierhandel von Insidern als Regelungsproblem (1973); *Pfisterer*, Machtmissbrauch.

<sup>722</sup> Vgl. *Zahn*, ÖBA 1974, 203.

<sup>723</sup> Diese Ansicht wurde etwa von Wolfgang Stützel, Mitglied der Arbeitsgruppe „Insider-Probleme“ der Börsensachverständigen-Kommission, vertreten. Ablehnend dazu *Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht 20ff; *Pfisterer*, Machtmissbrauch 31.

<sup>724</sup> *Schwark/Zimmer* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> Vor § 12 WpHG Rn 2. Insbesondere wurde das Fehlen einer mit der amerikanischen SEC vergleichbaren Aufsichtsbehörde kritisiert. *Wiedemann*, Warum kein Aktienamt in Deutschland? FAZ 26.3.1968, 14; *Wiedemann*, Die Börsenspielregeln frei und flexibel halten, FAZ 28.3.1968, 15. *Claussen*, Die amerikanische SEC – ein Kind ihrer Zeit, Was könnte ein deutsches Aktienamt nützen? FAZ 3.5.1968, 16.

<sup>725</sup> *Schwark/Zimmer* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> Vor § 12 WpHG Rn 2.

<sup>726</sup> *Merkt*, Zur Entwicklung des deutschen Börsenrechts von den Anfängen bis zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz, in *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform (1997) 17 (118); aA. *Walther* in FS Heinsius 878 f; *Hopt*, AG 1995, 360; *Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht 119; *Zahn*, ÖBA 1974, 206f.

dass der Kreis der potentiellen Insider zu eng gezogen und sämtliche potentielle Insiderinformationen abschließend aufgezählt wurden. Dazu kam, dass eine Abschreckungswirkung für Insider mangels Strafen kaum gegeben war. Lediglich der zu Unrecht erlangte Gewinn musste auf Verlangen der betroffenen Aktiengesellschaft an diese abgeführt werden.

Die breite Ablehnung der Insiderhandel-Richtlinien in der Literatur wurde auch durch deren schleppende Anerkennung durch die börsennotierten Gesellschaften bestätigt. Nach drei Jahren hatten erst 50% diesen Schritt gesetzt und auch 10 Jahre später hatten sich nahezu 100 deutsche börsennotierte Gesellschaften den Insider-Richtlinien noch nicht unterworfen.<sup>727</sup> Die freiwillige Selbstregulierung des Insiderhandels in Deutschland war somit endgültig gescheitert.<sup>728</sup> Die Insiderhandelsrichtlinien konnten sich nie von ihrem zweifelhaften Ruf, eine Club-Lösung zu sein, die einer Intervention des Gesetzgebers vorbeugen sollte, befreien<sup>729</sup> und wurden zusätzlich durch öffentlichkeitswirksame Insiderskandale diskreditiert.<sup>730</sup>

Obwohl bereits 1971 von Seiten des Bundeswirtschaftsministeriums ein gesetzliches Insiderverbot für den Fall eines Fehlschlags der Insider-Richtlinien in Aussicht gestellt worden war,<sup>731</sup> wurde Insiderhandel erst im Zuge der Umsetzung der InsiderRL einer gesetzlichen Regelung unterworfen. Der deutsche Gesetzgeber sah bis Anfang der 1990er ein gesetzliches Insiderverbot für nicht erforderlich an<sup>732</sup> und hatte sich dementsprechend auch auf europäischer Ebene dagegen gewehrt.<sup>733</sup> Diese Haltung wurde insbesondere von deutschen Banken, Versicherungen und Teilen der Industrie unterstützt.<sup>734</sup> Schlussendlich lenkte Deutschland aber aufgrund internatio-

---

<sup>727</sup> *Lambsdorff*, INSIDER / Amerikanische Fälle wirken auch bei uns nach. Muss der Gesetzgeber nun die Initiative ergreifen? Handelsblatt 12.12.1986, 29.

<sup>728</sup> *Hopt*, AG 1995, 360; *Pfisterer*, Machtmissbrauch 30.

<sup>729</sup> *Hopt*, AG 1995, 360.

<sup>730</sup> Vgl. *Anonym*, Der Spiegel, Lücke im Gesetz, Der Spiegel, Heft 34/1995, 88. Der Fall des ehemaligen IG-Metall Vorsitzenden Franz Steinkühler sei für die Wirkungslosigkeit der freiwilligen Selbstregulierung exemplarisch angeführt. Steinkühler nutzte sein als Aufsichtsrat der Daimler Benz AG erworbenes Insiderwissen für private Börsengeschäfte. Steinkühler hatte sich der Insiderhandel-Richtlinie nicht unterworfen und konnte daher nicht einmal im Rahmen der freiwilligen Selbstregulierung zur Rechenschaft gezogen werden. Infolge des öffentlichen Drucks musste er lediglich seine Gewerkschafts- und Aufsichtsratsfunktion zur Verfügung stellen. Für die Daimler Benz AG war der Insiderskandal besonders unangenehm, weil im gleichen Jahr die Notierung ihrer Aktien als ADR an der NYSE angestrebt wurde.

<sup>731</sup> *Merkt* in *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform 118.

<sup>732</sup> BT-Drs 7/3248, 4.

<sup>733</sup> *Schuster*, Die internationale Anwendung des Börsenrechts (1996) 168f.

<sup>734</sup> Vgl. *Anonym*, INSIDER-RICHTLINIEN / Deutsche Verbaende plaedieren fuer Beibehaltung der bewaehrten freiwilligen Regelungen, Handelsblatt 26.10.1987, 1.

nenal Drucks ein.<sup>735</sup> Die Ablehnung eines gesetzlichen Insiderverbots stieß auf den internationalen Kapitalmärkten auf Unverständnis und der Ruf des Finanzplatzes Deutschland war in Gefahr.<sup>736</sup> Auch auf politischer Ebene wurde Druck ausgeübt, weil Deutschland mangels gesetzlichen Insiderrechts US-amerikanischen Amtshilfeersuchen nicht nachkommen konnte.<sup>737</sup>

Die InsiderRL wurde nach Verzögerungen schließlich 1994 durch das zweite Finanzmarktförderungsgesetz<sup>738</sup> umgesetzt.<sup>739</sup> Zehn Jahre später wurde das Insiderrecht durch die Umsetzung der MarktmissbrauchsRL einer umfassenden Reform unterzogen, als die insiderrelevanten Regelungen des Anlegerschutzverbesserungsgesetzes (AnSVG)<sup>740</sup> in Kraft traten. Während Insiderhandel in Deutschland bereits in den 1970ern zum Thema wurde, begann man sich mit Compliance erst in den 1990ern zu befassen. Anstoß für eine breitere Compliance-Diskussion gaben etliche Unternehmen, die im Zuge des Booms des deutschen Kapitalmarkts an die Börse gegangen waren, sich aber schlussendlich als nicht börsereif herausstellten.<sup>741</sup> Für die Mehrzahl der deutschen Unternehmen bedeutete Compliance Neuland. Lediglich für Emittenten mit einem Cross-Listing an US-amerikanischen Börsen<sup>742</sup> und deutsche Tochtergesellschaften US-amerikanischer Unternehmen<sup>743</sup> war dies bereits gelebte Praxis.

Zwar wurden die Anforderungen an die Organisation einer Aktiengesellschaft schon früher aus dem Blickwinkel des Aktiengesetzes und des Ordnungswidrigkeitengesetzes behandelt, jedoch ging man über eine einzelfallsbezogene Betrachtung von Organisationspflichten nicht hinaus. Am Beginn der Compliance-Diskussion wurden im Einklang mit diesem traditionellen Verständnis nur spezifische Organisationspflichten beleuchtet, bevor die Pflicht zur rechtkonformen Organisation einer Aktiengesellschaft allgemein diskutiert wurde. Insider-Compliance wurde bereits Anfang der 1990er von deutschen Banken aufgegriffen, die in Anlehnung an die Ent-

<sup>735</sup> *Schwark/Zimmer* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> Vor § 12 WpHG Rn 3; *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> Vor § 12 Rz 8ff; *Assmann*, AG 1994, 198; *Hopt*, Auf dem Weg zum deutschen Insidergesetz - Die Vorüberlegungen vom Herbst 1992, in FS Beusch (1993) 393 (395).

<sup>736</sup> *Claussen*, Das neue Insiderrecht, DB 1994, 27 (27); *Assmann*, AG 1994, 199.

<sup>737</sup> BGH 17.09.1996, 4 A Rs 21/95, AG 1997, 40; *Hopt*, AG 1995, 360.

<sup>738</sup> Gesetz über den Wertpapierhandel und zur Änderung börsenrechtlicher und wertpapierrechtlicher Vorschriften (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) BGBl I 1994/48, 1749.

<sup>739</sup> Die InsiderRL war gemäß Art 14 Abs 1 von den Mitgliedsstaaten bis 1. Juni 1992 in nationales Recht umzusetzen. Aufgrund von Verzögerungen trat das strafrechtliche Insiderverbot in Deutschland jedoch erst am 1. August 1994 in Kraft.

<sup>740</sup> Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes (Anlegerschutzverbesserungsgesetz - AnSVG) BGBl I 2004/56, 2630.

<sup>741</sup> *Kuthe*, Einleitung, in *Kuthe/Rückert/Sickinger*, Compliance-Handbuch Kapitalmarktrecht (2004) 29; *Möllers*, AG 1999, 436f.

<sup>742</sup> *U. Schneider*, ZIP 2003, 646; *Eisele*, WM 1993, 1021.

<sup>743</sup> *Hauschka*, ZIP 2004, 877.

wicklungen in den USA und Großbritannien noch vor Einführung der gesetzlichen Insiderverbote begannen, Compliance-Abteilungen einzurichten und Insider-Compliance-Programme einzuführen.<sup>744</sup> 1994 wurden durch das zweite Finanzmarktförderungsgesetz zwar Banken und Wertpapierdienstleistern Verhaltens- und Organisationspflichten auferlegt, jedoch verzichtete der Gesetzgeber darauf, Emittenten zur Einführung organisatorischer Maßnahmen zur Verhinderung von Insiderhandel zu verpflichten. Eine explizite Emittenten-Compliance Pflicht für börsennotierte Aktiengesellschaften wurde erst 2004 durch das AnSVG erlassen. Dabei begnügte man sich mit einer Minimalumsetzung der Vorgaben der MarktmissbrauchsRL, indem Emittenten ausschließlich zur Einrichtung eines Insiderverzeichnisses verpflichtet wurden. Nichtsdestotrotz ist das AnSVG als Anfangspunkt der gesetzlich geregelten Emittenten-Compliance zu sehen.<sup>745</sup>

### 5.2. Insiderrecht

Der deutsche Gesetzgeber hat die MarktmissbrauchsRL durch das AnSVG umgesetzt. Aufgrund der Harmonisierung des europäischen Insiderrechts wird auf deren Darstellung in Kapitel 3.2 verwiesen. Da die MarktmissbrauchsRL ausschließlich vorgegeben hat, dass Sanktionen für einen Verstoß gegen die Insiderverbote abschreckend und verhältnismäßig sein müssen, fokussiert die nachfolgende Darstellung des deutschen Insiderrechts auf diesen Aspekt.

Die Insiderverbote gemäß § 14 iVm § 38 Abs 1 WpHG sind ein abstraktes Gefährdungsdelikt<sup>746</sup> und schützen nach hM die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts. Lediglich mittelbar ergibt sich daraus im Sinne einer Reflexwirkung eine Schutzwirkung für einzelne Anleger.<sup>747</sup>

Bis zum AnSVG differenzierten die Insiderverbote zwischen zwei Normadressaten, nämlich Primär- und Sekundärinsidern. Nunmehr werden durch die Verbote Primär- und Sekundärinsider gleichermaßen erfasst, jedoch wird auf der Ebene der Strafbarkeit eine Unterscheidung zwischen diesen Personenkreisen getroffen. Während die Verletzung des Handels-, Weitergabe- oder Empfehlungsverbots für einen Primärinsider strafrechtlich verboten ist, ist dies für Sekundärinsider lediglich im Fall des Insiderhandels vorgesehen. Ein Verstoß gegen das Weitergabe- und

---

<sup>744</sup> *Gebauer*, Compliance-Organisation in der Banken- und Wertpapierdienstleistungsbranche, in *Hauschka*, Corporate Compliance (2007) § 31 Rn 6.

<sup>745</sup> *Wendel*, CCZ 2008, 41.

<sup>746</sup> *Vogel* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 38 Rz 2.

<sup>747</sup> *Schwark/Zimmer* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> Vor § 12 WpHG Rn 14 u § 14 WpHG Rn 5; *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> Vor § 12 Rz 49 u § 14 Rz 6ff; *Vogel* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 38 Rz 1; *Kaiser*, Sanktionierung von Insiderverstößen und Problem der Kursmanipulation, WM 1997, 1557 (1559f).

Empfehlungsverbot durch einen Sekundärinsider stellt hingegen nur eine Ordnungswidrigkeit dar.

### 5.2.1. Tatbestand

#### a) *Tathandlungen*

Gemäß § 14 Abs 1 Nr 1 bis Nr 3 WpHG ist es verboten, unter Verwendung einer Insiderinformation Insiderpapiere für eigene oder fremde Rechnung oder für einen anderen zu erwerben oder zu veräußern, einem anderen eine Insiderinformation unbefugt mitzuteilen oder zugänglich zu machen oder einem anderen auf der Grundlage einer Insiderinformation den Erwerb oder die Veräußerung von Insiderpapieren zu empfehlen oder einen anderen auf sonstige Weise dazu zu verleiten.

#### b) *Subjektive Tatseite*

§ 14 Abs 1 Nr 1 WpHG stellt die vorsätzliche Verwendung von Insiderinformationen für Insidergeschäfte unter Strafe. Für die Strafbarkeit genügt *dolus eventualis*.<sup>748</sup> Der Begriff „verwenden“ wurde durch das AnSVG eingeführt und ersetzte das Tatbestandsmerkmal „ausnutzen“. Dadurch hat der Gesetzgeber klargestellt, dass eine Mitursächlichkeit der Insiderinformation ausreicht.<sup>749</sup> Diese ist gegeben, wenn der Täter die Insiderinformation in seine Erwägungen zum „ob“ und „wie“ einbezieht.<sup>750</sup> Nach der *Spector*-Entscheidung des EuGH wird eine Verwendung einer Insiderinformation idR zu vermuten sein.<sup>751</sup> Der Täter musste im Glauben gehandelt haben, dass die Information noch nicht öffentlich und geeignet ist, den Börsenkurs erheblich zu beeinflussen.<sup>752</sup> Gemäß § 38 Abs 1 Nr 1 iVm Abs 4 WpHG ist jedoch nicht nur vorsätzlicher, sondern auch leichtfertiger Insiderhandel strafbar. Damit werden insbesondere jene Fälle erfasst, in denen der Insider leichtfertig erkennt, dass es sich um eine Insiderinformation oder ein Insiderpapier handelt. Leichtfertigkeit stellt einen besonders schweren Sorgfaltsverstoß dar, der an der Grenze zum *dolus eventualis* zum Ausgleich für etwaige Beweisschwierigkeiten als Auffangtatbestand dient.<sup>753</sup>

---

<sup>748</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 58.

<sup>749</sup> BT-Drs 15/3174, 34.

<sup>750</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 25ff.

<sup>751</sup> Bussian, WM 2011, 11.

<sup>752</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 59f. Der Täter muss das Preisbeeinflussungspotenzial nicht präzise einschätzen können. Vielmehr genügt, dass er die Kursbeeinflussung ernstlich für möglich hält BaFin, Emittentenleitfaden 42.

<sup>753</sup> Vogel in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 38 Rz 45f.

Im Fall der Weitergabe von Insiderinformationen gemäß § 14 Abs 1 Nr 2 WpHG steht die vorsätzliche oder leichtfertige Mitteilung oder Zugänglichmachung unter Strafe. Im Fall der vorsätzlichen Weitergabe muss der Weitergebende wissen, dass es sich um eine Insiderinformation handelt, und damit rechnen oder es in Kauf nehmen, dass ein Dritter von der Insiderinformation Kenntnis erlangen wird.<sup>754</sup> Eine leichtfertige Weitergabe liegt beispielsweise vor, wenn ein Primärinsider neben einem Dritten ein Telefonat über Insiderinformationen so führt, dass der Dritte hiervon Kenntnis erlangt.<sup>755</sup>

Ebenso stellt der subjektive Tatbestand des Empfehls oder Verleitens gemäß § 14 Abs 1 Nr 3 WpHG auf Vorsatz oder Leichtfertigkeit ab. Allen drei Insiderverboten ist gemein, dass eine Differenzierung zwischen Vorsatz und Leichtfertigkeit durch ein unterschiedliches Strafmaß erzielt wird.<sup>756</sup>

### 5.2.2. Unternehmensstrafrecht

In Deutschland ist nur die natürliche Person straffähig.<sup>757</sup> Die Strafunfähigkeit der juristischen Person gilt jedoch nicht für das Ordnungswidrigkeitenrecht. Gemäß § 30 Ordnungswidrigkeitengesetz (OWiG) kann gegen eine juristische Person oder eine Personenvereinigung eine Geldbuße verhängt werden, wenn ein Mitglied eines vertretungsbefugten Organs, ein Prokurist oder leitender Angestellter eine Straftat oder Ordnungswidrigkeit begangen hat, durch die Pflichten, die die juristische Person oder die Personenvereinigung treffen, verletzt worden sind oder die juristische Person oder die Personenvereinigung bereichert worden ist oder werden sollte.<sup>758</sup> Die Verhängung einer Verbandsgeldbuße ist jedoch nicht davon abhängig, dass eine von mehreren der juristischen Person oder Personenvereinigung zuzurechnende Leitungskraft als Täter festgestellt werden kann.<sup>759</sup> Zu den unternehmensbezogenen Pflichten zählen die Aufsichtspflichten gemäß § 130 OWiG<sup>760</sup> oder die Insider-Compliance-Pflicht gemäß § 15b WpHG.<sup>761</sup>

---

<sup>754</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 116.

<sup>755</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 45f.

<sup>756</sup> Siehe Kap 5.2.3(a).

<sup>757</sup> Knopp/Rathmann, Aktuelle Entwicklungen beim Unternehmensstrafrecht, JR 2005, 359 (360).

<sup>758</sup> Rogall sieht als Zweck der Verbandsgeldbuße die Abschöpfung wirtschaftlicher Vorteile aus der Straftat bzw. Ordnungswidrigkeit. Rogall in Senge, Karlsruher Kommentar zum OWiG<sup>3</sup> (2006) § 30 Rn 18. Tiedemann begründet die Verbandsgeldbuße mit einem Organisationsverschulden der juristischen Person oder Personenvereinigung, die nicht die erforderlichen Maßnahmen ergriffen hat, um ein rechtskonformes Handeln ihrer Führungskräfte sicherzustellen. Tiedemann, Die „Bebußung“ von Unternehmen nach dem 2. Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität, NJW 1988, 1169 (1173).

<sup>759</sup> BGH 08.02.1994, KRB 25/93.

<sup>760</sup> Rogall in Senge, Karlsruher Kommentar zum OWiG<sup>3</sup> § 30 Rn 75. Ausführlich zu den Aufsichtspflichten gemäß § 130 OWiG siehe Kapitel 5.3.1(d).

<sup>761</sup> Siehe. Kapitel 5.3.1(c).

Die Verbandsgeldbuße kann gemäß § 30 Abs 4 OWiG auch selbständig festgesetzt werden, wenn wegen der Straftat oder Ordnungswidrigkeit kein Verfahren eingeleitet oder dieses eingestellt wird. Dies ist jedoch ausgeschlossen, wenn die Straftat oder Ordnungswidrigkeit des Organmitglieds, Prokuristen oder leitenden Angestellten aus rechtlichen Gründen nicht verfolgt werden kann. Es genügt daher, dass der Täter die Straftat oder Ordnungswidrigkeit schuldhaft und rechtswidrig begangen hat.

Die Verbandsgeldbuße beträgt gemäß § 30 Abs 1 OWiG bei einer vorsätzlichen Straftat bis zu einer Million Euro und bei einer fahrlässigen Straftat bis zu 500.000 Euro. Im Falle einer Ordnungswidrigkeit bestimmt sich das Höchstmaß nach der Strafdrohung für die der Verbandsgeldbuße zugrundeliegenden Tat des Organmitglieds, Prokuristen oder leitenden Angestellten. Übersteigt der wirtschaftliche Vorteil aus der Tat die angedrohte Geldbuße, so kann die Verbandsgeldbuße gemäß § 30 Abs 3 iVm 17 Abs 4 OWiG dieses Höchstmaß überschreiten.

### 5.2.3. Strafe

#### a) *Strafdrohung*

Gemäß § 38 Abs 1 WpHG ist eine vorsätzliche Verletzung der Insiderverbote mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe bedroht. Wird vom Täter gegen das Insiderhandelsverbot bloß leichtfertig verstoßen, wird die Tat gemäß § 38 Abs 4 WpHG mit Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder Geldstrafe sanktioniert.<sup>762</sup>

Gemäß § 39 Abs 2 Z 3 u 4 WpHG begeht ein Sekundärinsider, der vorsätzlich oder fahrlässig gegen das Empfehlungs- oder Weitergabeverbot verstößt, eine Ordnungswidrigkeit und ist mit einer Geldbuße bis zu 200.000 Euro zu bestrafen.

Grundsätzlich kann gemäß § 70 dStGB das Gericht im eigenen Ermessen ein Berufsverbot gegen Personen, die wegen Insiderhandel verurteilt sind, verhängen. Diese Möglichkeit ist in der Praxis jedoch bedeutungslos.<sup>763</sup>

---

<sup>762</sup> In der Literatur wurde diskutiert, ob § 38 WpHG aufgrund der Vielzahl der darin enthaltenen Verweise auf andere Normen verfassungsrechtlich bedenklich sei. Nach hM ist dies trotz ihres Blankettcharakters nicht der Fall. *Vogel* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> Vor § 38 Rz 4a u 7.

<sup>763</sup> *Vogel* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 38 Rz 92.

**b) Versuch**

Bis zum Inkrafttreten des AnSVG war der Versuch eines Verstoßes gegen die Insiderverbote nicht strafbar.<sup>764</sup> Gemäß § 38 Abs 3 WpHG ist nunmehr auch versuchte Verstoß gegen ein Insiderverbot strafbar. Die Tathandlung des Insiderhandels ist vollendet, sobald der zu realisierende Vorteil durch vertragliche Gestaltung abgesichert ist. Die bloße Ordererteilung genügt daher nicht. Jedoch ist nicht erforderlich, dass der durch die Ausnutzung der Insiderinformation erreichte Vorteil bereits eingetreten ist. Bei der Weitergabe ist die Tat vollendet, sobald die Insiderinformation mitgeteilt oder zugänglich gemacht und vom betreffenden Empfänger zur Kenntnis genommen wurde. Bei der Empfehlung des Kaufs oder Verkaufs eines Insiderpapiers genügt die Bekanntgabe der Empfehlung. Jedoch ist es nicht erforderlich, dass der Adressat der Empfehlung entsprechende Handlungen vornimmt.<sup>765</sup>

**c) Unterlassen**

Gemäß § 13 dStGB kann eine Straftat grundsätzlich auch durch Unterlassung begangen werden, sofern dem Unterlassen der spezifische Unwertgehalt des Tuns gleichkommt.<sup>766</sup> Dies ist für die Insiderverbote zu verneinen, weil deren Unwert gerade in der Verwendung oder Weitergabe einer Insiderinformation sowie der Empfehlung eines Insiderpapiers liegt.<sup>767</sup>

Unabhängig davon stellt sich die Frage, ob Emittenten eine strafbare Verantwortung wegen Unterlassung geeigneter Compliance-Maßnahmen treffen kann. Voraussetzung hierfür wäre, dass dem Emittenten eine Pflicht zur Abwendung des tatbestandsspezifischen Fehlverhaltens im Sinne einer Garantenverantwortlichkeit zukommt.<sup>768</sup> Dies ist strittig, wird aber zunehmend für betriebsbezogene Straftaten bejaht.<sup>769</sup>

In einem vielbeachteten *obiter dictum* hat der BGH festgehalten, dass die Verhinderung von Rechtsverstößen, die aus dem Unternehmen heraus begangen werden, zu den Aufgaben eines Compliance-Officers gehören.<sup>770</sup> Demgegenüber vertritt *Wybitul*, dass eine Garantenstellung nur vorliegen kann, wenn der Compliance-Officer freiwillig die Pflicht übernommen hat, nicht nur

---

<sup>764</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 182.

<sup>765</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 179ff.

<sup>766</sup> Freund in Joecks/Miebach, Münchener Kommentar zum StGB (2003) § 13 Rn 15.

<sup>767</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 16f; Vogel in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 38 Rz 78; Klasen, Insiderrechtliche Fragen zu aktienorientierten Vergütungsmodellen, AG 2006, 24 (29).

<sup>768</sup> Freund in MünchKomm StGB § 13 Rn 19.

<sup>769</sup> Vogel in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 38 Rz 79.

<sup>770</sup> Diese Garantenstellung würde nach Ansicht des BGH nicht bereits mit Abschluss des Dienstvertrags sondern erst mit tatsächlicher Übernahme der Pflichten durch den Compliance-Officer entstehen. BGH 17.07.2009, 5 StR 394/08 Rn 25ff.

gegen das Unternehmen gerichtete Delikte zu verhindern, sondern auch vom Unternehmen heraus gegen Dritte begangene Rechtsverstöße zu unterbinden.<sup>771</sup> Darüber hinaus würde es erforderlich sein, dass dem Compliance-Officer faktisch die Kompetenzen zukommen, die für die Verhinderung der Straftat erforderlich sind.<sup>772</sup>

**d) Beihilfe**

Die Strafbarkeit von Mittätern und Gehilfen wegen Verstoßes gegen die Insiderverbote richtet sich nach den allgemeinen Grundsätzen der §§ 25 ff dStGB und § 14 OWiG.<sup>773</sup> Insbesondere kann eine vorsätzliche Verletzung der Pflicht zur Führung eines Insiderverzeichnis gemäß § 15b WpHG bei Vorliegen der übrigen Voraussetzungen als strafbare Beihilfe oder Mittäterschaft qualifiziert werden.<sup>774</sup>

**e) Abschöpfung**

Gemäß § 73 Abs 1 dStGB hat das Gericht den Verfall des durch den Insiderhandel Erlangten anzuordnen, wobei aufgrund des sogenannten Brutto-Prinzips Gegenleistungen oder Aufwendungen des Täters im Zuge der Tatausführung nicht in Abzug zu bringen sind. Beim Insiderhandel unterliegt nach Ansicht des BGH der erzielte Sondervorteil, der auf jenem Kurs basierend zu berechnen ist, der entstanden wäre, wenn der Markt die absichtsvoll verschwiegene Insiderinformation aufgenommen hätte.<sup>775</sup>

**f) Verjährung**

Die Verjährung einer Insidertat tritt gemäß § 78 Abs 3 Nr 4 dStGB nach fünf Jahren ein. Sofern diese leichtfertig begangen wurde gemäß § 38 Abs 4 WpHG iVm § 78 Abs 3 Nr 5 dStGB bereits nach drei Jahren. Die Verjährung beginnt gemäß § 78a dStGB mit Vollendung der Tat zu laufen.

**g) Zivilrechtliche Konsequenzen**

Zivilrechtliche Folgen im Fall eines Verstoßes gegen die Insiderverbote sind gesetzlich nicht ausdrücklich geregelt. Nach der hM ist ein Insidergeschäft nicht als nichtig iSv § 134 BGB zu qualifizieren.<sup>776</sup>

---

<sup>771</sup> *Wybitul*, Strafbarkeitsrisiken für Compliance-Verantwortliche, BB 2009, 2590 (2591).

<sup>772</sup> *Wybitul*, BB 2009, 2593.

<sup>773</sup> Ausführlich dazu *Assmann in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rn 183ff.

<sup>774</sup> *Zimmer in Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> § 15b WpHG Rn 42

<sup>775</sup> BGH 27.01.2010, 5 StR 224/09. Dazu ausführlich *Klöhn*, DB 2010, 772ff. Kritisch *Kaiser*, WM 1997, 1558.

<sup>776</sup> *Assmann in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 206f mwN.

Ein Anspruch aufgrund einer Schutzgesetzverletzung gemäß § 823 Abs 2 BGB scheidet aus, weil, wie bereits erläutert, das Insiderverbot nach der in Deutschland hM primär den Funktionsschutz des Kapitalmarkts sicherstellen und nicht einzelne Anleger schützen soll. Hingegen ist ein Anspruch gemäß § 826 BGB wohl zu bejahen, weil ein Verstoß gegen die Insiderverbote nicht nur einen Gesetzesverstoß darstellt, sondern dieser auch in den am Börsehandel beteiligten Verkehrskreisen heutzutage missbilligt wird.<sup>777</sup>

Ansprüche des geschädigten Anlegers aufgrund von *culpa in contrahendo* des Insiders müssten sich darauf stützen, dass es der Insider pflichtwidrig unterlassen hat, seinen Geschäftspartner über sein Insiderwissen aufzuklären. Eine derartige Aufklärungspflicht ist nach *Kaiser* zu verneinen und könnte darüber hinaus auch eine unbefugte Weitergabe von Insiderinformationen darstellen.<sup>778</sup>

### 5.2.4. Aufsichtsbehörde

Durch das zweite Finanzmarktförderungsgesetz wurde die staatliche Aufsicht über die deutschen Wertpapiermärkte umfassend reformiert und auf drei Ebenen neu geordnet.<sup>779</sup> Im Zentrum dieser Reform stand die Errichtung des BAWe, das 1995 seine Tätigkeit aufnahm. Damit wurden erstmalig zentrale Aufsichtsfunktionen über die deutschen Wertpapiermärkte an eine Bundesbehörde übertragen, die insbesondere für die Überwachung der Insiderverbote zuständig wurde. Das zweite Finanzmarktförderungsgesetz behielt jedoch die föderale Struktur der Börsenaufsicht bei und übertrug auf der zweiten Ebene die Rechts- und Marktaufsicht den Börsenaufsichtsbehörden der Länder. Auf der dritten Ebene hat die jeweilige Börse eine Handelsüberwachungsstelle einzurichten, die den Handel an der Börse und die Börsengeschäftsabwicklung überwacht. Das BAWe wurde 2002 durch die als Allfinanzaufsicht neu geschaffene Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) abgelöst, die unter anderem für die Überwachung der deutschen Wertpapiermärkte zuständig ist.<sup>780</sup>

Die BaFin übt gemäß § 4 Abs 1 WpHG die Aufsicht über die Einhaltung der Verbote und Gebote des WpHG aus und hat Missständen entgegenzuwirken, welche die ordnungsgemäße Durch-

---

<sup>777</sup> *Kaiser*, WM 1997, 1560f. So auch *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 211.

<sup>778</sup> *Kaiser*, WM 1997, 1559.

<sup>779</sup> Zusammenfassend *Groß*, Kapitalmarktrecht<sup>4</sup> § 3 BörsG Rz 2ff.

<sup>780</sup> Die BaFin wurde durch Zusammenlegung des Bundesaufsichtsamtes für das Kreditwesen, des Bundesaufsichtsamtes für das Versicherungswesen und des Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel errichtet. Gesetz über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (Finanzdienstleistungsaufsichtsgesetz - FinDAG) BGBl I 2002/25, 1310.

führung des Handels mit Finanzinstrumenten oder von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen beeinträchtigen oder erhebliche Nachteile für den Finanzmarkt bewirken können. Als Aufsichtsmittel kommen der BaFin gemäß § 4 Abs 3 u 4 WpHG ein Auskunfts- und Betretungsrecht zu. Die BaFin kann nach § 40b WpHG unanfechtbare Maßnahmen, die sie aufgrund von Verstößen gegen das WpHG verhängt hat, auf ihrer Internet-Seite öffentlich bekannt machen sofern dies zur Beseitigung oder Verhinderung von Missständen nach § 4 Abs 2 WpHG geeignet oder erforderlich ist.<sup>781</sup> Gemäß § 6 WpHG ist die BaFin zur Kooperation mit den Börsenaufsichtsbehörden der Länder, der Deutschen Bundesbank und anderen inländischen Behörden berechtigt. Bei der Durchführung eilbedürftiger Maßnahmen im Rahmen der Überwachung der Verbote von Insidergeschäften erfolgt die Ausübung dieser Aufsichtsmaßnahmen im Wege der Organleihe durch die BaFin. Weiters ist die BaFin gemäß § 7 WpHG auch für die internationale Kooperation bei Ermittlungen und beim Informationsaustausch mit Wertpapieraufsichtsbehörden der anderen Mitgliedsstaaten der EU und des EWR zuständig. Diese Bestimmungen zur internationalen Zusammenarbeit werden durch 32 Memoranda of Understanding, die die BaFin mit ausländischen Aufsichtsbehörden im Bereich der Wertpapieraufsicht abgeschlossen hat, ergänzt.<sup>782</sup>

Sofern die BaFin im Zuge ihrer Aufsichtstätigkeit Sachverhalte ermittelt, die den Verdacht eines Verstoßes gegen die Insiderverbote begründen, hat sie gemäß § 4 Abs 5 WpHG unverzüglich Anzeige bei der zuständigen Staatsanwaltschaft zu erstatten, die über die weiteren Ermittlungsmaßnahmen entscheidet.

Das BAWe führte von 1995 bis 2002 insgesamt 410 Insideruntersuchungen durch, wovon 155 Verfahren an die Staatsanwaltschaft abgegeben wurden. Im gleichen Zeitraum kam es zu 3 rechtskräftigen Verurteilungen wegen Insiderhandels, 16 Verfahren endeten mit einer Verurteilung im Strafbefehlsverfahren und 56 Verfahren wurden gegen Zahlung einer Geldauflage eingestellt.<sup>783</sup> Im Laufe der Zeit hat sich die Effektivität der Strafverfolgung erhöht. Alleine 2009 wurden 30 Insideruntersuchungen eröffnet, 78 Personen wegen Insiderhandels angezeigt und 28 Fälle an die Staatsanwaltschaften abgetreten. 11 Personen wurden im selben Jahr wegen Insider-

---

<sup>781</sup> Die Prangerfunktion der öffentlichen Bekanntmachung hat präventiven Charakter. *Schanz*, Börseneinführung<sup>3</sup> § 16 Rz 102.

<sup>782</sup> *BaFin*, Geschäftsbericht 2009 73.

<sup>783</sup> *Ziouvas*, Kapitalmarktstrafrecht 287f.

handels verurteilt, wovon 7 Verurteilungen auf das Strafbefehlsverfahren entfielen. 14 Verfahren wurden gegen Geldauflage eingestellt.<sup>784</sup>

### 5.2.5. Flankenschutz

#### a) *Ad-hoc Pflicht*

Die Ad-hoc Meldepflicht wurde in Deutschland in Umsetzung der Richtlinie 79/279/EWG durch den am 1.5.1987 in Kraft getretenen § 44a Abs 1 BörsG eingeführt.<sup>785</sup> Durch das zweite Finanzmarktförderungsgesetz wurde der Anwendungsbereich der Ad-hoc Pflicht deutlich erweitert und die Vorschrift aus dem BörsG in den § 15 WpHG transferiert. Die letzte wesentliche Reform erfuhr die Ad-hoc-Publizität 2004 mit dem AnSVG, durch das die MarktmissbrauchsRL umgesetzt wurde.

Inlandsemittenten von Finanzinstrumenten müssen gemäß § 15 Abs 1 WpHG Insiderinformationen, die diese unmittelbar betreffen, unverzüglich veröffentlichen. Unter dem Begriff Inlandsemittent sind gemäß § 2 Abs 7 WpHG iVm § 15 Abs 1 WpHG jene Emittenten zu verstehen, für die Deutschland der Herkunftsmitgliedstaat ist, und Emittenten, deren Herkunftsstaat zwar nicht Deutschland ist, deren Finanzinstrumente aber ausschließlich an einem organisierten Markt in Deutschland notieren sowie für die ein Zulassungsantrag gestellt wurde.

Ein Aufschub der Veröffentlichung einer Ad-hoc Mitteilung durch den Emittenten ist gemäß § 15 Abs 3 WpHG zulässig, solange es der Schutz seiner berechtigten Interessen erfordert, keine Irreführung der Öffentlichkeit zu befürchten ist und der Emittent die Vertraulichkeit der Insiderinformation gewährleisten kann.<sup>786</sup> Die Gewährleistung der Vertraulichkeit wird durch § 7 WpAIV dahingehend konkretisiert, dass der Emittent den Zugang zur Information kontrollieren muss. Hierfür hat er wirksame Vorkehrung zu treffen, so dass nur jene Personen Zugang zu Insiderinformationen erhalten, für die dieser zur Wahrnehmung ihrer Aufgaben beim Emittenten

---

<sup>784</sup> *BaFin*, Geschäftsbericht 2009 181f.

<sup>785</sup> *Hopt*, ZGR 1991, 50.

<sup>786</sup> Wenn eine Ad-hoc Mitteilung aufgeschoben wird, sollten die Beweggründe für die Aufschiebung besonders detailliert dokumentiert werden. *Wendel*, CCZ 2008, 44. Bei Vorliegen der Voraussetzungen für einen Aufschub tritt nach hM die Befreiung von der Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung *ex lege* ein. *Zimmer/Kruse* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> § 15 WpHG Rn 54 mwN. Nach aA bedarf die Befreiung eines Beschlusses der Geschäftsleitung. *BaFin*, Emittentenleitfaden 65.

unerlässlich ist, sowie dass diese Informationen unverzüglich bekannt geben werden, wenn der Emittent nicht länger in der Lage ist, ihre Vertraulichkeit sicherzustellen.<sup>787</sup>

Die Veröffentlichung der Ad-hoc Mitteilung hat gemäß § 5 Abs 1 WpAIV über ein elektronisch betriebenes Informationsverbreitungssystem und die Internet-Seite des Emittenten und gemäß § 3a WpAIV durch Übermittlung an Medien mit europaweiter Verbreitung zu erfolgen. Vorab sind die BaFin und die Börse gemäß § 15 Abs 4 Satz 1 WpHG zu informieren. Nach ihrer Veröffentlichung ist die Mitteilung der BaFin und der Börse gemäß § 15 Abs 5 Satz 2 WpHG zur Kenntnis zu bringen. Schlussendlich hat der Emittent sie gemäß § 15 Abs 1 WpHG auch dem Unternehmensregister zur Speicherung zu übermitteln.

Ein vorsätzlicher oder fahrlässiger Verstoß gegen die Ad-hoc Veröffentlichungspflicht stellt gemäß § 39 Abs 4 WpHG eine Ordnungswidrigkeit dar, die mit einer Geldbuße bis zu einer Million Euro zu bestrafen ist. Ein Verstoß gegen die Mitteilungspflicht an das Unternehmensregister wird mit einer Geldbuße von bis zu 200.000 Euro geahndet.

#### **b) *Directors' Dealings Meldepflicht***

Die Directors' Dealings Meldepflicht wurde 2002 durch das vierte Finanzmarktförderungsgesetz<sup>788</sup> eingeführt und ebenfalls 2004 durch das AnSVG an die europarechtlichen Vorgaben der MarktmissbrauchsRL angepasst. Die Directors' Dealings Meldepflicht ist nur auf Emittenten von Aktien anzuwenden, die an einer Börse in Deutschland zum Handel zugelassen sind oder zum Handel an einem ausländischen organisierten Markt zugelassen sind, sofern der Emittent seinen Sitz in Deutschland hat oder es sich um Aktien eines Emittenten mit Sitz außerhalb der Europäischen Union und des Europäischen Wirtschaftsraums handelt, für welche Deutschland Herkunftsstaat im Sinne des Wertpapierprospektgesetzes ist. Der Meldepflicht unterliegen Emittenten auch bereits dann, wenn der Antrag auf Zulassung gestellt oder öffentlich angekündigt wurde.

---

<sup>787</sup> Diese Pflicht gemäß Art 3 Abs 2 Satz 2 lit b) der DurchführungsRL 2003/124/EG wurde vom deutschen Gesetzgeber aus dem Kontext der Ad-hoc Pflicht herausgelöst und in die allgemeine Pflicht zur Führung eines Insiderzeichnisses integriert. *Zimmer/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 15 WpHG Rn 69*. In der Praxis wird die Gewährleistung der Vertraulichkeit ohne Einrichtung eines Compliance-Programms nur schwer möglich sein. *Brandi/Süßmann, AG 2004, 650*. Zur Orientierung hinsichtlich angemessener Vorkehrungen zur Gewährleistung der Vertraulichkeit können die Organisationspflichten von Wertpapierdienstleistungsunternehmen gemäß § 33 Abs 1 WpHG herangezogen werden. *Zimmer/Kruse in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 15 WpHG Rn 71*.

<sup>788</sup> Gesetz zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (Viertes Finanzmarktförderungsgesetz) BGBl I 2002/39, 2010.

Gemäß § 15a Abs 1 WpHG haben Führungskräfte eines Emittenten von Aktien eigene Geschäfte mit Aktien des Emittenten oder sich darauf beziehenden Finanzinstrumenten dem Emittenten und der BaFin innerhalb von fünf Werktagen mitzuteilen. Diese Meldepflicht erstreckt sich auch auf Personen, die mit einer Führungskraft in einer engen Beziehung stehen.

Für die Berechnung der Frist von fünf Werktagen für die Übermittlung der Meldung an den Emittenten und die BaFin ist das schuldrechtliche Verpflichtungsgeschäft maßgebend.<sup>789</sup> Die Directors' Dealings Meldungen sind erst zu erstatten, wenn die Gesamtsumme der Geschäfte einer Person mit Führungsaufgaben und der mit dieser Person in einer engen Beziehung stehenden Personen innerhalb eines Kalenderjahres insgesamt 5.000 Euro übersteigt. Form und Inhalt der Meldungen werden durch §§ 10 ff WpAIV konkretisiert.

Unverzüglich nach Einlagen der Meldung hat ein Inlandsemittent iSv § 2 Abs 7 WpHG diese gemäß § 3a WpAIV über Medien mit europaweiter Verbreitung zu veröffentlichen. Die Veröffentlichung ist gemäß § 15a Abs 4 WpHG mitsamt einem Veröffentlichungsbeleg der BaFin mitzuteilen. Weiters ist die Veröffentlichung vom Inlandsemittenten beim Unternehmensregister zur Speicherung einzureichen.

Ein vorsätzlicher oder fahrlässiger Verstoß gegen die Directors' Dealings Meldepflicht stellt gemäß § 39 Abs 4 WpHG eine Ordnungswidrigkeit dar, die mit einer Geldbuße bis zu 100.000 Euro zu bestrafen ist.

### **c) *Meldepflicht bei Verdachtsfällen***

Durch das AnSVG wurde eine Anzeigepflicht, die die Ermittlung von Insiderhandel erleichtern soll, eingeführt. Gemäß § 10 Abs 1 WpHG sind Wertpapierdienstleistungsunternehmen, Kreditinstitute, Kapitalanlagegesellschaften und Betreiber außerbörslicher Märkte, an denen Finanzinstrumente gehandelt werden, bei Verdacht von Insidergeschäften zur unverzüglichen Anzeige an die BaFin verpflichtet. Form und Inhalt der Anzeige sind in den §§ 2 u 3 WpAIV geregelt. Der Anzeigende hat gemäß § 10 Abs 1 Satz 2 WpHG gegenüber Dritten, ausgenommen staatlichen Stellen und Personen, die aufgrund ihres Berufs einer gesetzlichen Verschwiegenheitspflicht unterliegen, die Anzeige und eine daraufhin eingeleitete Untersuchung geheim zu halten.

---

<sup>789</sup> BaFin, Emittentenleitfaden 93.

Diese Anzeigepflicht erfordert aber nicht, dass die anzeigepflichtigen Personen die zur Verfügung stehenden Informationen hinsichtlich Insiderhandelsverdachtsfälle systematisch auswerten oder proaktiv eigene Ermittlungen anstellen.<sup>790</sup>

Eine vorsätzliche oder fahrlässige Verletzung der Anzeigepflicht ist als Ordnungswidrigkeit gemäß § 39 Abs 2 Z 2 lit a WpHG mit einer Geldbuße von 50.000 Euro und eine Verletzung der Geheimhaltungspflicht mit einer Geldbuße von 200.000 Euro zu bestrafen.

### 5.3. Compliance

Obwohl Compliance seit Anfang der 1990er in der deutschen Literatur regelmäßig behandelt worden war, fehlte es an einer strukturierten Diskussion über ihre Grundlagen. Diese wurde erst 2003 von *Schneider* eröffnet.<sup>791</sup> Seit dem besteht mangels einer expliziten gesetzlichen Verankerung eine Kontroverse darüber, ob in Deutschland eine Compliance-Pflicht existiert.<sup>792</sup> Die hM bejaht eine Verpflichtung des Vorstands hierzu aufgrund der §§ 76 Abs 1 und 93 Abs 1 dAktG und einer Vielzahl sonstiger öffentlich-rechtlicher Pflichten eines Unternehmens,<sup>793</sup> die genauso wie § 130 OWiG mittelbar organisatorische Vorkehrungen zur Gewährleistung der Rechtskonformität erfordern.<sup>794</sup> Demgegenüber verneint *Hauschka* eine allgemeine Compliance-Pflicht, weil diese weder gesetzlich verankert wäre, noch sich aus einzelnen Gesetzesbestimmungen herleiten ließe. Eine Pflicht könne nur in Betracht kommen, wenn die Verpflichtung zur Gesetzestreue aufgrund der Struktur, Geschäftstätigkeit oder Geschichte des Unternehmens ausschließlich durch die Einrichtung einer Compliance-Organisation erfüllbar sei.<sup>795</sup> *Bürkle* wendet dagegen ein, dass eine Aktiengesellschaft ein Compliance-System in jedem Fall benötigt, damit der Vorstand seiner Pflicht, das rechtskonforme Verhalten der AG sicherzustellen, nachkommen kann. Die konkrete Gestaltung der organisatorischen Vorkehrungen würde jedoch im Ermessen des

---

<sup>790</sup> *Schwintek*, Die Anzeigepflicht bei Verdacht von Insidergeschäften und Marktmanipulation, WM 2005, 861 (863).

<sup>791</sup> *Hauschka*, ZIP 2004, 877. Grundlegend *U. Schneider*, ZIP 2003, 645.

<sup>792</sup> *Kremer/Klahold*, ZGR 2010, 118ff. Nach *Liese* handelt es sich in Wahrheit um einen terminologischen Streit, der sich darum dreht, welche Aufsichts- und Kontrollmaßnahmen bereits aufgrund ihres systematischen Ansatzes Compliance zuzurechnen sind und nicht bloß Einzelmaßnahmen darstellen. *Liese*, Much Adoe About Nothing? oder: Ist der Vorstand einer Aktiengesellschaft verpflichtet, eine Compliance-Organisation zu implementieren? BB 2008, Special zu Heft 25, 17 (22).

<sup>793</sup> *Vetter* in *Wecker/van Laak*, Compliance in der Unternehmerpraxis 32; *Möllers*, Compliance Gesetz oder Compliance-Kodex. Eine Alternative zum Status Quo? BB 2008, M1 (M1).

<sup>794</sup> *U. Schneider*, ZIP 2003, 648f.

<sup>795</sup> *Hauschka*, ZIP 2004, 878.

Vorstands liegen, der sich dabei am Gefährdungspotential des Unternehmens zu orientieren habe.<sup>796</sup>

### 5.3.1. Pflicht zur Compliance

#### a) *Aktiengesetz*

Der Vorstand hat gemäß § 76 Abs 1 dAktG die Gesellschaft unter eigener Verantwortung zu leiten. Bei der Geschäftsführung haben die Vorstandsmitglieder gemäß § 93 Abs 1 dAktG die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters anzuwenden. Hierbei handelt es sich um einen objektiv auszulegenden Sorgfaltsmaßstab.<sup>797</sup> Die Compliance-Pflicht ist eine Verantwortung des Gesamtvorstands<sup>798</sup> und richtet sich daher an jedes einzelne Mitglied des Vorstands.<sup>799</sup> Weder durch eine horizontale Aufgabenverteilung, noch durch eine vertikale Aufgabendelegation kann diese Verantwortung von den einzelnen Vorstandsmitgliedern an andere Vorstandsmitglieder oder Unternehmensangehörige übertragen werden.<sup>800</sup> Jedoch ist es zulässig, die operative Durchführung von Compliance-Maßnahmen zu delegieren.<sup>801</sup> Den Gesamtvorstand trifft trotzdem weiterhin die Pflicht, die zuständigen Personen bei der Ausführung ihrer Tätigkeiten zu überwachen,<sup>802</sup> weil es sich bei Compliance um eine nicht delegationsfähige Geschäftsführungsaufgabe handelt, womit eine vollständige Auslagerung dieser Aufgabe an Dritte nicht zulässig ist. Mit der Besorgung einzelner Compliance-Maßnahmen können jedoch auch externe Dienstleister beauftragt werden.<sup>803</sup>

Die gesetzestreue Amtsführung ist die Kardinalspflicht eines Vorstandsmitglieds.<sup>804</sup> Davon werden sowohl die interne Pflichtenbindung, die durch Aktiengesetz, Satzung und Geschäftsordnung näher ausgeformt wird, als auch die externe Pflichtenbindung, die sich aus dem Gesellschafts-

---

<sup>796</sup> *Bürkle*, BB 2005, 568ff.

<sup>797</sup> *Bürkle*, BB 2005, 567; *Spindler* in MünchKomm AktG<sup>3</sup> § 93 Rz 20.

<sup>798</sup> *Hauschka* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 1 Rn 30.

<sup>799</sup> *Pelz*, Strafrechtliche und zivilrechtliche Aufsichtspflicht, in *Hauschka*, Corporate Compliance (2007) § 6 Rn 8.

<sup>800</sup> Um Synergieeffekte nutzen zu können, könnte die Besorgung von Aufgaben gesetzlicher Beauftragter auch auf den Compliance-Officer übertragen werden. *Hauschka* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 1 Rn 30; *Bürkle* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 8 Rn 35.

<sup>801</sup> Der Compliance-Officer nimmt seine Aufgaben nur in abgeleiteter Verantwortung wahr. Die Letztentscheidungsbefugnis verbleibt bei der Geschäftsleitung. *Spindler*, WM 2008, 909; *Lösler*, WM 2007, 679.

<sup>802</sup> *Hauschka*, Compliance, 2004, 260; *Fleischer*, AG 2003, 293.

<sup>803</sup> *Bürkle* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 8 Rn 37; *Pelz* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 6 Rn 12.

<sup>804</sup> *Meier-Greve*, Vorstandshaftung wegen mangelhafter Corporate Compliance, BB 2009, 2555 (2555); *Fleischer*, Sorgfaltspflicht von Vorstandsmitgliedern, in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts (2006) § 7 Rn 4.

recht und anderen Rechtsvorschriften ergibt, umschlossen.<sup>805</sup> Der Vorrang der Legalitätspflicht erfasst auch für die Gesellschaft vorteilhafte Pflichtverletzungen, weil grundsätzlich die Einhaltung der Gesetze dem Gesellschaftsinteresse vorgeordnet ist.<sup>806</sup> Ausfluss der Legalitätspflicht ist es insbesondere, dass der Vorstand mit angemessenen Mitteln bei Verletzung von Rechtsvorschriften einzuschreiten hat, weil andernfalls die Unterlassung als Duldung zu qualifizieren ist.<sup>807</sup>

Weiters treffen den Vorstand Organisations- und Überwachungspflichten.<sup>808</sup> Zur Organisationspflicht zählt es, dass der Vorstand dafür Sorge trägt, dass persönlich und fachlich qualifizierte Personen die Aufsicht im Unternehmen übernehmen, und dass die Aufsichtspflichten eindeutig verteilt sowie Aufgaben und Kompetenzen der Aufsichtspersonen überschneidungsfrei abgegrenzt sind.<sup>809</sup> Weiters ist das Unternehmen so zu organisieren, dass der Vorstand über alle wesentlichen Vorgänge und Vorkommnisse im Unternehmen zeitnah informiert wird und damit eine ununterbrochene Überwachungskette von oben nach unten effektiv bestehen kann.<sup>810</sup> Die Überwachungspflicht des Vorstands geht über die Vorgaben des § 91 Abs 2 dAktG hinaus, nach dem der Vorstand ein Überwachungssystem einzurichten und andere geeignete Maßnahmen zu treffen hat, damit den Fortbestand der Gesellschaft gefährdende Entwicklungen frühzeitig erkannt werden. Vielmehr ist der Vorstand verpflichtet, Gesetzesverstößen von Unternehmensangehörigen schon im Vorfeld durch geeignete und zumutbare Schutzvorkehrungen entgegenzuwirken,<sup>811</sup> selbst wenn es sich bei diesen Verstößen nicht um bestandsgefährdende Risiken für das Unternehmen handelt.<sup>812</sup> Daher ist die Durchführung stichprobenartiger, überraschender Kontrollen jedenfalls erforderlich.<sup>813</sup> Diese haben regelmäßig stattzufinden, wobei die Frequenz von Faktoren wie der Verlässlichkeit des Personals, Komplexität der einzuhaltenden Vorschrif-

---

<sup>805</sup> *Fleischer* in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts § 7 Rn 4 u 13. Bei der Pflicht zum gesetzmäßigen Handeln des Vorstands ist nicht nur auf die Einhaltung deutschen sondern auch ausländischen Rechts zu achten, soweit das Handeln der Gesellschaft ausländischem Recht unterworfen ist. *Spindler* in *MünchKomm AktG*<sup>3</sup> § 93 Rn 21.

<sup>806</sup> *Fleischer* in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts § 7 Rn 22.

<sup>807</sup> *Pelz* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 6 Rn 28.

<sup>808</sup> *Spindler* in *MünchKomm AktG*<sup>3</sup> §§ 91 AktG Rn 18 u 93 AktG Rn 82.

<sup>809</sup> *Meier-Greve*, BB 2009, 2556; *Pelz* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 6 Rn 18.

<sup>810</sup> *Pelz* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 6 Rn 29; *Hauschka*, AG 2004, 463.

<sup>811</sup> *Fleischer*, Überwachungspflicht der Vorstandsmitglieder, in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts (2006) § 8 Rz 43.

<sup>812</sup> Jedoch können unter bestandsgefährdende Entwicklungen auch Rechtsverstöße fallen. BT-Drs. 13/9712, 15.

<sup>813</sup> *Pelz* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 6 Rn 24.

ten oder in der Vergangenheit aufgetretenen Verstößen abhängig ist.<sup>814</sup> Die Überwachungspflicht erstreckt sich auf den gesamten Konzern.<sup>815</sup>

Wie bereits dargelegt trifft den Vorstand die Pflicht zur Compliance. Jedoch steht diesem bei der Ausgestaltung des Compliance-Programms ein Ermessensspielraum zu.<sup>816</sup> Der BGH hat in der Entscheidung *ARAG/Garmenbeck*<sup>817</sup> drei Anforderungen an unternehmerisches Handeln formuliert. Das Handeln des Vorstands darf nicht gegen gesetzliche Vorschriften verstoßen, es muss am Unternehmenswohl orientiert sein und auf Basis einer angemessenen Entscheidungsgrundlage getroffen worden sein.<sup>818</sup> Die sogenannte Business Judgement Rule<sup>819</sup> wurde durch das UMAG<sup>820</sup> im § 93 Abs 1 dAktG gesetzlich verankert, die im Fall einer Schadenersatzklage gegen ein Vorstandsmitglied von wesentlicher Bedeutung ist. Hierbei hat die Gesellschaft den Schaden und die Kausalität zu beweisen sowie das sorgfaltswidrige Verhalten des Vorstandsmitglieds darzulegen.<sup>821</sup> Das Vorstandsmitglied trifft die Beweislast, dass es die Sorgfalt eines ordentlichen und gewissenhaften Geschäftsleiters angewandt und somit weder eine objektive noch subjektive Pflichtwidrigkeit begangen hat.<sup>822</sup> Nach *Fleischer* liegt ein Verstoß gegen § 93 Abs 1 dAktG vor, wenn das Vorstandsmitglied es, ungeachtet der Größenordnung und des Gefahrenpotentials ihres Unternehmens, verabsäumt hat, eine Compliance-Organisation einzurichten und diese mit hinreichenden Sach- und Personalmitteln auszustatten.<sup>823</sup> *Bürkle* fordert als organisatorische Mindestanforderung an ein Compliance-Programm, dass der Vorstand eine Ressortzuständigkeit für Compliance festlegt und einen Compliance-Officer beruft, der für die Durchführung der Compliance-Maßnahmen zuständig ist.<sup>824</sup> *Hauschka* schlägt ein dreistufiges Compliance-Modell vor, das die Einrichtung einer formalisierten Compliance-Organisation erst auf Stufe

---

<sup>814</sup> *Meier-Greve*, BB 2009, 2556; *Pelz* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 6 Rn 25f.

<sup>815</sup> *Bürkle* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 8 Rn 39.

<sup>816</sup> *Meier-Greve*, BB 2009, 2557; *Spindler* in *MünchKomm AktG*<sup>3</sup> § 91 Rz 36ff.

<sup>817</sup> BGH 21.04.1997, II ZR 175/95, BGHZ 135, 244.

<sup>818</sup> Zur Schaffung einer ausreichenden Entscheidungsgrundlage kann es für den Vorstand in Erfüllung seiner Sorgfaltspflicht bei komplexen Sachverhalten notwendig sein, Rat von externen Beratern einzuholen. *Spindler* in *MünchKomm AktG*<sup>3</sup> § 93 AktG Rn 67.

<sup>819</sup> Zur Business Judgement Rule und deren Bedeutung für die Konkretisierung der Sorgfaltspflicht des Vorstands *Spindler* in *MünchKomm AktG*<sup>3</sup> § 93 Rz 36ff.

<sup>820</sup> Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts (UMAG) BGBl I 2005/60, 2802.

<sup>821</sup> Gemäß der *ARAG/Garmenbeck* Entscheidung ist der Aufsichtsrat verpflichtet, Ansprüche des Unternehmens gegen den Vorstand geltend zu machen, wenn dies nach sachgerechter Prüfung erfolgreich erscheint. Als vom Vorstandsmitglied zu erstattender Schaden sind idR auch die Kosten für externe Berater, die zur Aufklärung von Compliance-Verstößen erforderlich sind, anzusehen. *Meier-Greve*, BB 2009, 2558.

<sup>822</sup> *Meier-Greve*, BB 2009, 2559f; *Spindler* in *MünchKomm AktG*<sup>3</sup> § 93 Rz 163.

<sup>823</sup> *Fleischer* in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts § 8 Rz 45.

<sup>824</sup> *Bürkle*, BB 2007, 1799.

drei vorsieht.<sup>825</sup> Die erste Stufe ist für alle Unternehmen relevant und umfasst ein *mission statement* des Vorstands, der sich unmissverständlich zur Gesetzestreue bekennt, Schulungsangebote, die die Dienstnehmer über ihre Pflichten aufklären, und routinemäßige Überwachungsmaßnahmen.<sup>826</sup> Die zweite Stufe betrifft Unternehmen, die insbesondere aufgrund ihrer Struktur oder Geschäftstätigkeit mit höherer Wahrscheinlichkeit Rechtsverletzungen begehen. Daher sollte der Vorstand den Verantwortungsbereich Compliance einem oder mehreren Vorstandsmitgliedern zuweisen und zusätzlich einen Compliance-Beauftragten einsetzen.<sup>827</sup> Auf der dritten Stufe ist bei Unternehmen, die in der Vergangenheit Rechtsverstöße begangen haben, ein umfassendes Compliance-Programm zu installieren.<sup>828</sup>

Der Aufsichtsrat ist gemäß § 111 Abs 1 dAktG für die Überwachung der Geschäftsführung zuständig. Im Rahmen des Compliance-Programms kommen dem Aufsichtsrat keine besonderen Kompetenzen zu. Er bleibt auf seine allgemeinen Aufgaben beschränkt. Da diese sowohl eine vergangenheits- als auch eine zukunftsbezogene Komponente aufweisen,<sup>829</sup> hat sich die Prüfung nicht auf bereits gesetzte Organisations- und Überwachungsmaßnahmen zu beschränken, sondern auch die Angemessenheit des Compliance-Programms in der Zukunft zu umfassen. Soweit erforderlich kann der Aufsichtsrat innerhalb allgemeiner aktienrechtlicher Grenzen zur Erfüllung seiner Kontrollpflichten auch externe Berater beauftragen, beispielsweise einen Rechtsanwalt für die Durchführung einer internen Compliance-Untersuchung.<sup>830</sup> Zur angemessenen Durchführung der Kontrolltätigkeit benötigt der Aufsichtsrat die erforderlichen Informationen. Die Informationsrechte gemäß §§ 90 u 111 Abs 2 dAktG des Aufsichtsrats sind Bring- und Holschulden, weshalb den Aufsichtsrat die Pflicht zur Nachfrage bzw. Nachforschung bei Unklarheiten oder Ungereimtheiten trifft.<sup>831</sup> Nur in Ausnahmefällen hat der Aufsichtsrat das Recht, an die Unternehmensangehörigen, einschließlich des Compliance-Verantwortlichen und der Mitarbeiter der Compliance-Abteilung, direkt heranzutreten.<sup>832</sup>

<sup>825</sup> Erstmals erläutert anhand der Korruptionsbekämpfung in *Hauschka*, ZIP 2004, 877. Schließlich präzisiert in *Hauschka/Greeve*, Compliance in der Korruptionsprävention – was müssen, was sollen, was können die Unternehmen tun? BB 2007, 165 (166); *Hauschka* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 1 Rn 38.

<sup>826</sup> *Hauschka*, ZIP 2004, 879f. Ein Mindestmaß an Präventionsmaßnahmen ist in allen Unternehmen rechtlich erforderlich. *Hauschka/Greeve*, BB 2007, 166.

<sup>827</sup> *Hauschka*, ZIP 2004, 881.

<sup>828</sup> *Hauschka*, ZIP 2004, 881.

<sup>829</sup> *Thümmel*, Aufsichtsratshaftung vor neuen Herausforderungen – Überwachungsfehler, unternehmerische Fehlentscheidungen, Organisationsmängel und andere Risikofelder, AG 2004, 83 (87).

<sup>830</sup> *Spindler*, WM 2008, 914.

<sup>831</sup> *Thümmel*, AG 2004, 86f

<sup>832</sup> Nach hM ist die direkte Befragung von Mitarbeitern durch den Aufsichtsrat nur bei konkreten Verdachtsmomenten einer Pflichtverletzung durch den Vorstand oder bei einer Informationsverweigerung durch den Vorstand zulässig.

Darüber hinaus muss der Aufsichtsrat auch seiner eigenen Compliance-Pflicht nachkommen und angemessene Maßnahmen treffen, um sein rechtskonformes Verhalten sicherzustellen.<sup>833</sup> Insbesondere sollte eine Verhaltensrichtlinie erlassen werden, die die Geheimhaltung von Insiderinformation innerhalb des Aufsichtsrats regelt, und deren Einhaltung laufend überprüft.<sup>834</sup>

### **b) Deutscher Corporate Governance Kodex**

Das deutsche Bundesjustizministerium hat 2001 die Regierungskommission Deutscher Corporate Governance Kodex eingesetzt, die ein Jahr später den DCGK verabschiedet hat. Dieser wendet sich an deutsche börsennotierte Gesellschaften und wurde mit dem Ziel erstellt, gute Standards der Unternehmensleitung und -überwachung festzuhalten und Transparenz insbesondere gegenüber ausländischen Investoren, die mit dem dualistischen System nicht vertraut sind, herzustellen.<sup>835</sup>

Die Novelle des DCGK im Jahr 2007 hat Compliance zum Standard verantwortungsvoller Leitung und Überwachung erklärt. Gemäß Ziffer 4.1.3 DCGK hat der Vorstand für die Einhaltung der gesetzlichen Bestimmungen und der unternehmensinternen Richtlinien zu sorgen und auf deren Beachtung durch die Konzernunternehmen hinzuwirken. Der DCGK sieht somit Compliance als eine Rechtspflicht des Vorstands einer börsennotierten Gesellschaft, die Teil der Gesamtverantwortung des Vorstands ist.<sup>836</sup> Dabei ist die Compliance-Pflicht nicht nur auf die Gesellschaft selbst beschränkt, sondern erstreckt sich auch auf die Konzernunternehmen. Damit anerkennt der DCGK, unabhängig von etwaigen gesellschaftsrechtlichen Beschränkungen, die faktische Macht des Vorstands der Konzernmutter an, das Verhalten einer Tochtergesellschaft zu lenken. Die konkrete Umsetzung von Compliance, angepasst an die spezifischen Erfordernisse des jeweiligen Unternehmens, wird vom DCGK dem Vorstand überlassen.

Schließlich wird auch der Aufsichtsrat in die Compliance-Anstrengungen des Unternehmens eingebunden, indem der Vorstand diesen gemäß Ziffer 3.4 des DCGK regelmäßig, zeitnah und

---

sig. Spindler, WM 2008, 913; von Rosen, Fehlentwicklungen bei Compliance und Risikomanagement – Zugleich eine Anmerkung zum Regierungsentwurf des BilMoG, AG 2008, 537 (537).

<sup>833</sup> Bürkle, BB 2007, 1800.

<sup>834</sup> Bühr/Blättchen, Aufsichtsräte in der Kritik: Ziele und Grenzen einer ordnungsgemäßen Aufsichtsratsstätigkeit – Ein Plädoyer für den „Profi-Aufsichtsrat“, BB 2007, 1285 (1289).

<sup>835</sup> Steiner in Heidel, Aktienrecht § 161 AktG Rn 1; Ulmer, ZHR 2002, 153ff.

<sup>836</sup> Bürkle, BB 2007, 1797.

umfassend über alle für das Unternehmen relevante Fragen der Compliance zu informieren hat.<sup>837</sup>

Durch das Transparenz- und Publizitätsgesetz<sup>838</sup> wurde die Pflicht zur Abgabe einer Entsprechenserklärung eingeführt. Börsennotierte Gesellschaften haben gemäß § 161 dAktG jährlich zu erklären, ob sie den Empfehlungen des DCGK entspricht bzw. entsprechen wird.<sup>839</sup> Obwohl § 161 dAktG lediglich die Transparenz am Kapitalmarkt fördern soll,<sup>840</sup> wird durch die gesetzliche Pflicht zur Abgabe einer Entsprechenserklärung auch die Erwartung des Gesetzgebers über die Einhaltung des DCGK ausgedrückt.<sup>841</sup> Seit dem Inkrafttreten des Bilanzrechtsmodernisierungsgesetzes<sup>842</sup> im Jahr 2009, durch das die Änderungsrichtlinie umgesetzt wurde, sind Abweichungen von den Empfehlungen des DCGK in der Entsprechenserklärung zu begründen. Bereits davor wurde aus Kapitalmarktkommunikationserwägungen von der hM empfohlen, allfällige Abweichungen und deren Hintergründe zu erläutern.<sup>843</sup>

Die Entsprechenserklärung ist durch den Vorstand und den Aufsichtsrat abzugeben, wobei es sich hierbei nicht um eine gemeinsame Erklärung handelt, weil jedes Organ eine eigenständige Beurteilung zu verfassen hat.<sup>844</sup> In der Praxis ist jedoch die Tendenz feststellbar, dass diese Erklärungen in hohem Maße übereinstimmen, damit keine negativen Signale an den Kapitalmarkt gesendet werden.<sup>845</sup> Zur Herstellung der Transparenz ist die Entsprechenserklärung gemäß § 161 Abs 2 dAktG den Aktionären dauerhaft zugänglich zu machen, was in der Praxis auf der Homepage des Unternehmens geschieht.<sup>846</sup>

---

<sup>837</sup> In der Praxis ist für Compliance Angelegenheiten zumeist der Prüfungsausschuss zuständig. *Kremer/Klahold*, ZGR 2010, 124.

<sup>838</sup> Gesetz zur weiteren Reform des Aktien- und Bilanzrechts, zu Transparenz und Publizität (Transparenz- und Publizitätsgesetz) BGBl I 2002/50, 2681.

<sup>839</sup> Beim vergangenheitsbezogenen Teil der Entsprechenserklärung handelt es sich um eine Wissenserklärung, der zukunftsbezogene Teil ist eine Absichtserklärung. *Semler/Wagner*, Deutscher Corporate Governance Kodex - Die Entsprechenserklärung und Fragen der gesellschaftsinternen Umsetzung, NZG 2003, 553 (556f).

<sup>840</sup> *Ulmer*, ZHR 2002, 157. § 161 dAktG ist kein Schutzgesetz iS § 823 Abs 2 BGB für den Fall der Nichtoffenlegung von Abweichungen vom DCGK. *Ulmer*, ZHR 2002, 168.

<sup>841</sup> *Ulmer*, ZHR 2002, 160.

<sup>842</sup> Gesetz zur Modernisierung des Bilanzrechts (Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz, BilMoG) BGBl I 2009/27, 1102.

<sup>843</sup> Vgl. *Preisenberger*, Entsprechenserklärung, in *Kuthe/Rückert/Sicking*, Compliance-Handbuch Kapitalmarktrecht (2004) 61; *Steiner* in *Heidel*, Aktienrecht § 161 AktG Rn 4.

<sup>844</sup> *Bühr/Blättchen*, BB 2007, 1288.

<sup>845</sup> *Bühr/Blättchen*, BB 2007, 1288.

<sup>846</sup> *Preisenberger* in *Kuthe/Rückert/Sicking*, Compliance-Handbuch Kapitalmarktrecht 64.

c) **WpHG**

§ 15b WpHG setzt Art 6 Abs 3 der MarktmissbrauchsRL um und verpflichtet Emittenten dazu, ein Insiderverzeichnis zu erstellen, in dem systematisch potentielle Insider zu erfassen sind. Zwar kennt das deutsche Recht verschiedenste gesetzliche Organisationspflichten, eine derartige systematische Erfassungspflicht ist jedoch vollkommen neu.<sup>847</sup> Das Bundesministerium der Finanzen hat auf Grundlage der Verordnungsermächtigung in § 15b Abs 2 S 1 WpHG die WpAIV<sup>848</sup> erlassen, die die Pflicht zur Erstellung eines Insiderverzeichnisses konkretisiert. In der Literatur wurde diskutiert, ob durch die Erfassung der potentiellen Insider im Insiderverzeichnis gegen das Grundrecht auf informationelle Selbstbestimmung verstoßen würde. Die hM verneint dies, weil der Eingriff in dieses Recht durch die Überwachung und Verfolgung strafrechtlich verbotener Insidergeschäfte gerechtfertigt ist.<sup>849</sup> Weiters wird kritisiert, dass durch die Führung von Insiderverzeichnissen ein erheblicher finanzieller und bürokratischer Aufwand verursacht wird.<sup>850</sup> Andere bemängeln die lückenhafte Erfassung potentieller Insider im Insiderverzeichnis, wodurch die angestrebte Insiderüberwachung nicht effektiv erreicht werden könne, sondern es lediglich zu einer Sensibilisierung im Umgang mit Insiderinformationen kommen würde.<sup>851</sup>

Zwar ordnet das WpHG für Emittenten keine weitergehenden Compliance-Pflichten an, jedoch wurde in der Literatur bereits vor dem Inkrafttreten von § 15b WpHG und der WpAIV aus dem Insiderverbot eine indirekte Pflicht für Emittenten abgeleitet, organisatorische Maßnahmen zur Hintanhaltung von Insiderhandel zu ergreifen.<sup>852</sup> Daher ist es empfehlenswert, über den Mindeststandard des § 15b WpHG hinaus Insider-Compliance-Maßnahmen zu ergreifen,<sup>853</sup> wobei

---

<sup>847</sup> Zimmer in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 15b WpHG Rn 2; Sethe in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rz 5.

<sup>848</sup> Verordnung zur Konkretisierung von Anzeige-, Mitteilungs- und Veröffentlichungspflichten sowie der Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen nach dem Wertpapierhandelsgesetz (Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung WpAIV) BGBl I 2004/68, 3376. Von der in § 15b Abs 2 S 2 WpHG enthaltenen Ermächtigung für die BaFin, eine Rechtsverordnung zu erlassen, wurde bis dato noch kein Gebrauch gemacht. Zimmer in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 15b WpHG Rn 37.

<sup>849</sup> Zimmer in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> § 15b WpHG Rn 5 mwN; Lediglich die gegenüber Art 5 Abs 4 Durchführungsrichtlinie RL 2004/72/EG um ein Jahr verlängerte Aufbewahrungspflicht könnte angreifbar sein. Sethe, Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rz 65.

<sup>850</sup> von Falkenhausen/Widder, Die befugte Weitergabe von Insiderinformationen nach dem AnSVG, BB 2005, 225 (225); Claussen/Florian, Der Emittentenleitfaden, AG 2005, 745 (762).

<sup>851</sup> Brandt/Süßmann, AG 2004, 644.

<sup>852</sup> Sethe in Assmann/Sethe, Handbuch des Kapitalanlagerechts<sup>3</sup> (2007) § 12 Rn 151; Assmann, Das künftige deutsche Insiderrecht (II), AG 1994, 237 (257); Cramer in Assmann/Schneider, Wertpapierhandelsgesetz<sup>2</sup> (1999) Vor § 38 Rz 40f.

<sup>853</sup> U. Schneider/von Buttlar, Die Führung von Insider-Verzeichnissen: Neue Compliance-Pflichten für Emittenten, ZIP 2004, 1621 (1623); Claussen/Florian, AG 2005, 763. Gegen eine über § 15b WpHG hinausgehende Insider-Compliance-Pflicht wurde jedoch vorgebracht, dass es sich aus dem Gesetz nicht ergäbe, dass den Emittenten weitere Organisationspflichten treffen sollten. Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 14 Rz 90.

der Umfang der angemessenen Maßnahmen unklar ist. So wendet das OLG Stuttgart beim Erfordernis der Gewährleistung der Vertraulichkeit gemäß § 7 WpAIV während des Aufschubs einer Ad-hoc Mitteilung einen sehr geringen Maßstab an und meint, dass keine organisierten Compliance-Strukturen erforderlich wären.<sup>854</sup> Demgemäß wäre es für die Zwecke des § 7 WpAIV nicht notwendig, Vertraulichkeitsbereiche einzurichten oder Compliance-Maßnahmen zu dokumentieren. Nach *Zimmer/Kruse* ist eine angemessene Dokumentation nichtsdestotrotz empfehlenswert.<sup>855</sup>

Die unklare Reichweite der Insider-Compliance-Pflicht für Emittenten ist in der Praxis problematisch, weil § 130 OWiG auf die Verletzung von Aufsichtspflichten abstellt. Diese können jedoch nur vorliegen, wenn das Insiderrecht über die Vorgaben des § 15b WpHG Organisations-, Kontroll- und Überwachungspflichten erfordert.<sup>856</sup> In der Praxis hat sich jedenfalls durchgesetzt, dass Emittenten spezifische Insider-Compliance-Maßnahmen setzen.

#### **d) Compliance-Pflicht gemäß OWiG**

Als weitere gesetzliche Grundlage einer allgemeinen Compliance-Pflicht in Deutschland wird § 130 OWiG genannt.<sup>857</sup> Nach dieser Bestimmung begeht der Inhaber eines Unternehmens eine Ordnungswidrigkeit, wenn er vorsätzlich oder fahrlässig die Aufsichtsmaßnahmen unterlässt, die erforderlich sind, um im Unternehmen Zuwiderhandlungen gegen Pflichten zu verhindern, die den Inhaber treffen und deren Verletzung mit Strafe oder Geldbuße bedroht ist. Die gemäß § 130 Abs 3 OWiG zu verhängende Geldbuße beträgt bis zu 1 Million Euro. Handelt es sich beim Inhaber des Unternehmens um eine juristische Person, trifft diese Pflicht deren gesetzliche Vertreter. § 130 OWiG liegt der Gedanke zugrunde, dass Inhaber wirtschaftlich tätiger Verbände verpflichtet sind, Normverstößen, die ihrem Organisationskreis entstammen, entgegenzuwirken. Anders ausgedrückt schafft die Vorschrift eine Garantenstellung kraft Organisationszuständigkeit.<sup>858</sup> Da § 130 OWiG im Gegensatz zu § 30 OWiG das Organisations- und Überwachungsver-schulden des Betriebsinhabers bzw. der gesetzlichen Vertreter einer juristischen Person und nicht

---

<sup>854</sup> OLG Stuttgart 22.04.2009, 20 Kap 1/08.

<sup>855</sup> *Zimmer/Kruse* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> § 15 WpHG Rn 71.

<sup>856</sup> *Assmann* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> §§ 14 Rn 90 u 15 Rz 297.

<sup>857</sup> Auch die Verbandsgeldbuße gemäß § 30 OWiG bietet Unternehmen einen Anreiz, ein Compliance-Programm einzuführen. Zu den Voraussetzungen für die Verhängung einer Verbandsgeldbuße siehe die Darstellung in Kapitel 5.2.2.

<sup>858</sup> *Rogall* in *Senge*, *Karlsruher Kommentar zum OWiG*<sup>3</sup> § 130 Rn 1. Geschützt wird somit das Rechtsgut der betrieblichen Ordnung im Sinne eines staatlichen Ordnungsinteresses. *Rogall* in *Senge*, *Karlsruher Kommentar zum OWiG*<sup>3</sup> § 130 Rn 12.

die Verantwortlichkeit des Unternehmens selbst erfasst, ist § 130 OWiG aus systematischen Überlegungen nicht der Verantwortlichkeit des Unternehmens zuzuordnen.<sup>859</sup>

Voraussetzung für einen Verstoß gegen § 130 Abs 1 OWiG ist, dass eine derartige Zuwiderhandlung gegen Pflichten des Unternehmens durch eine gehörige Aufsicht verhindert oder wesentlich erschwert worden wäre. Nach hM erstreckt sich die Aufsichtspflicht des Vorstands einer Konzernmutter auch auf die Tochtergesellschaften.<sup>860</sup> Neben unternehmensbezogenen Pflichten können nach hM auch Allgemeindelikte, die von jedermann begangen werden können, nach § 130 OWiG bestraft werden, wenn sie im Zusammenhang mit der Führung des Unternehmens stehen.<sup>861</sup>

Die Aufsichtspflicht ist an den konkreten Verhältnissen eines Unternehmens auszurichten, wobei als Kriterien hierfür insbesondere die Größe des Betriebes, die Anzahl der Beschäftigten sowie deren Sachkunde und Sorgfalt, die innerbetriebliche Organisation, die realen Überwachungsmöglichkeiten und die Bedeutung der einzuhaltenden Vorschriften heranzuziehen sind.<sup>862</sup> Eine Einschränkung erfährt die Aufsichtspflicht dadurch, dass nur Maßnahmen ergriffen werden müssen, die praktisch durchführbar und zumutbar sind.<sup>863</sup> Insbesondere werden vom OWiG die Bestellung, die sorgfältige Auswahl und die Überwachung von Aufsichtspersonen als erforderliche Aufsichtsmaßnahmen genannt.<sup>864</sup>

Von der Judikatur wurden fünf Anforderungen an das Handeln von Betriebsinhabern herausgearbeitet. Die Dienstnehmer und Aufsichtspersonen sind sorgfältig auszuwählen und haben für ihre jeweilige Aufgabe die erforderlichen Kenntnisse und Fähigkeiten zu besitzen, wobei die Sorgfaltsanforderungen strenger werden, je komplexer oder risikogefährdeter die übertragene Aufgabe ist.<sup>865</sup> Zur Organisationspflicht zählt es, dass Aufsichtspflichten eindeutig verteilt, sowie Aufgaben und Kompetenzen der Aufsichtspersonen klar abgegrenzt sind,<sup>866</sup> wobei trotz De-

---

<sup>859</sup> *Bittmann*, Strafrecht und Gesellschaftsrecht, ZGR 2009, 931 (980).

<sup>860</sup> *Rogall* in *Senge*, Karlsruher Kommentar zum OWiG<sup>3</sup> § 130 Rn 25; *Spindler*, Strafrechtliche Verantwortlichkeit (einschließlich Ordnungswidrigkeiten), in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts (2006) § 15 Rn 124ff; *Lemke/Mosbacher*, OWiG<sup>2</sup> (2005) § 130 Rz 7. Einschränkend auf 100%ige Tochtergesellschaften *Tiedemann*, Die strafrechtliche Vertreter- und Unternehmenshaftung, NJW 1986, 1842 (1845).

<sup>861</sup> *Pelz* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 6 Rn 3.

<sup>862</sup> OLG Düsseldorf 22.05.1990, 2 Ss (OWi) 144/90, wistra 1991, 38.

<sup>863</sup> Vgl. BGH 11.03.1986, KRB 7/85, wistra 1986, 222.

<sup>864</sup> Bei dieser Aufzählung in § 130 Abs 1 OWiG handelt es sich lediglich um ein Minimum an erforderlicher Aufsicht. *Pelz* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 6 Rn 32.

<sup>865</sup> BayObLG 10.08.2011, 3 ObOWi 51/2001, wistra 2001, 478; *Pelz* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 6 Rn 19; *Fleischer*, AG 2003, 293.

<sup>866</sup> *Pelz* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 6 Rn 18.

legation dem Vorstand eine Oberaufsicht zukommt.<sup>867</sup> Die Mitarbeiter müssen in ihre Aufgaben angemessen eingewiesen und auf besonders relevante Umstände, wie typische Gefahren für Rechtsverstöße, hingewiesen werden.<sup>868</sup> Die Durchführung stichprobenartiger, überraschender Kontrollen ist erforderlich, um der Überwachungspflicht in angemessener Art nachzukommen. Die Kontrollen haben regelmäßig stattzufinden, wobei die Frequenz von Faktoren wie Art und Größe des Unternehmens, der Verlässlichkeit des Personals, Komplexität der einzuhaltenden Vorschriften oder in der Vergangenheit aufgetretenen Verstößen abhängig ist.<sup>869</sup>

§ 130 OWiG ist besonders im Bereich der Aufsicht über börsennotierte Gesellschaften von Bedeutung, weil ein persönliches Fehlverhalten einer bestimmten Person nicht nachgewiesen werden muss, sondern bereits eine fahrlässige Verletzung einer Organisationspflicht genügt.<sup>870</sup> Darüber hinaus sollte der Vorstand eines Emittenten aufgrund der erheblichen Bußgeldandrohung des § 130 OWiG ein dringendes Interesse an der Setzung angemessener Aufsichtsmaßnahmen haben.<sup>871</sup>

Ein vorsätzlicher oder fahrlässiger Verstoß gegen die Aufsichtspflicht ist gemäß § 130 Abs 3 OWiG als Ordnungswidrigkeit mit einer Geldbuße bis zu einer Million Euro zu ahnden. Bei der Strafzumessung ist jedoch zu beachten, ob ein Compliance-Programm eingerichtet war.<sup>872</sup>

Bei § 130 OWiG handelt es sich nicht um ein Schutzgesetz iSv § 823 Abs 2 BGB zugunsten außenstehender Dritter.<sup>873</sup> Jedoch hat der BGH in der *Baustoff*-Entscheidung eine deliktische Außenhaftung des Geschäftsführers bei Verletzung der Organisationspflicht bejaht<sup>874</sup> und diese Juridikurlinie ungeachtet der in der Literatur daran geäußerten Kritik fortgesetzt.<sup>875</sup>

### 5.3.2. Insiderspezifische Compliance Maßnahmen

Die rechtliche Ausgangslage ist für Vorstandsmitglieder unbefriedigend, weil sich aus dem positiven Recht - abgesehen von § 15b WpHG - kaum konkrete Hilfestellungen für die Einführung

<sup>867</sup> *Fleischer*, AG 2003, 294f.

<sup>868</sup> KG Berlin 20.01.1999, Kart 16/98, wistra 1999, 357; *Fleischer*, AG 2003, 293.

<sup>869</sup> BGH 24.07.1985, 3 StR 191/85, wistra 1985, 228; BGH 24.03.1981, KRB 4/80, wistra 1982, 34; *Pelz* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 6 Rn 24ff.

<sup>870</sup> *Süßmann* in *Park*, Kapitalmarktstrafrecht<sup>2</sup> § 130 OWiG Rz 1f.

<sup>871</sup> *Pelz* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 6 Rn 2.

<sup>872</sup> *Sieber* in FS Tiedemann 471.

<sup>873</sup> *Pelz* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 6 Rn 40.

<sup>874</sup> BGH 05.12.1989, VI ZR 335/88, BGHZ 109, 297 (297f u 303ff).

<sup>875</sup> *Pelz* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 6 Rn 40.

eines Insider-Compliance-Programms und dessen erforderlichen Umfang ergeben.<sup>876</sup> Nach *Sethe* führen die europarechtlichen Vorgaben und § 15b WpHG jedenfalls dazu, dass der Emittent zur Ergreifung geeigneter organisatorischer Vorkehrungen und interner Kontrollmaßnahmen zur Verhinderung von Insiderhandel verpflichtet ist, weshalb ein angemessenes Risikomanagementsystem für Rechtsrisiken erforderlich ist.<sup>877</sup>

Aufgrund der mangelnden Rechtssicherheit wurde in der Literatur eine Diskussion über ein Compliance-Gesetz oder einen Compliance-Kodex angeregt.<sup>878</sup> *Hauschka/Greeve* lehnen gesetzlich vorgeschriebene Compliance-Maßnahmen ab, weil sie eine weitere bürokratische Belastung von Unternehmen befürchten, und treten stattdessen für eine durch die Unternehmen entwickelte *best practice* ein.<sup>879</sup> Die Einführung eines Compliance-Programms hat sich bereits als Standard bei börsennotierten Gesellschaften etabliert.<sup>880</sup> Eine 2009 von PwC durchgeführte Studie über die Compliance-Praxis 500 deutscher Unternehmen bestätigt, dass die Bedeutung von Compliance maßgeblich mit dem Merkmal der Börsennotierung zusammenhängt.<sup>881</sup>

### **a) Insiderverzeichnis**

Der Emittent<sup>882</sup> und in seinem Auftrag oder für seine Rechnung handelnde Personen haben gemäß § 15 Abs 1 WpHG Insiderverzeichnisse über solche Personen zu führen, die für sie tätig sind und bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen haben, die einen direkten oder indirekten Bezug zum Emittenten aufweisen.<sup>883</sup> Die pauschale Erfassung aller Unternehmensangehörigen ist jedoch unzulässig, weil dies der Funktion des Insiderverzeichnisses zuwiderlaufen würde.<sup>884</sup>

Der Begriff „tätig sein“ erstreckt sich auf sämtliche Unternehmensangehörige, unabhängig davon, ob diese als Organmitgliedschaft, Arbeitnehmer oder aufgrund einer anderen Vertragsges-

---

<sup>876</sup> *Assmann in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15 Rz 165 u 297; *Hauschka*, AG 2004, 462.

<sup>877</sup> *Sethe in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 4 u 74.

<sup>878</sup> Vgl. *Möllers*, BB 2008, M1.

<sup>879</sup> *Hauschka/Greeve*, BB 2007, 173.

<sup>880</sup> *Kremer/Klahold*, ZGR 2010, 121.

<sup>881</sup> PwC, Compliance und Unternehmenskultur 12f.

<sup>882</sup> Zur Führung des Insiderverzeichnisses sind Inlandsemittenten gemäß § 2 Abs 7 WpHG verpflichtet. Emittenten mit Sitz in einem EU/EWR Staat, deren Finanzinstrumente jedoch in Deutschland notieren, dürfen nach Ansicht der BaFin das Insiderverzeichnis nach den Vorgaben des Sitzstaates führen. *Sethe in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 55.

<sup>883</sup> Die Informationen müssen nach Art 5 Abs 1 der DurchführungsRL 2004/72/EG einen direkten oder indirekten Bezug zum Emittenten aufweisen, was im Wortlaut des § 15b WpHG nicht ausreichend zur Geltung kommt. *Sethe in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 37.

<sup>884</sup> *Sethe in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 34.

taltung mit dem Emittenten verbunden sind.<sup>885</sup> Im Insiderverzeichnis sind auch Mitarbeiter aufzunehmen, die in ausländischen Zweigniederlassungen tätig sind.<sup>886</sup> Mitarbeiter von Tochterunternehmen sind nicht zu erfassen,<sup>887</sup> sofern diese nicht auch im direkten Vertragsverhältnis zum Emittenten stehen.<sup>888</sup> Mitarbeiter der EDV Abteilung haben zwar faktisch aufgrund ihrer Zugriffsrechte auf die EDV Zugang zu Insiderinformationen, es mangelt ihnen jedoch am bestimmungsgemäßen Zugriff zu Insiderinformationen, weil sie sich typischerweise nicht mit dem Inhalt dieser Dateien beschäftigen.<sup>889</sup>

Die Begriffe „im Auftrag“ und „auf Rechnung“ wurden aus der Richtlinie übernommen und sind weit auszulegen, sodass sie sich auf die im Interesse des Emittenten tätig werdenden Personen erstrecken.<sup>890</sup> Dazu zählen insbesondere Rechtsanwälte, Steuerberater, Gutachter oder Investor-Relations Agenturen.<sup>891</sup> Hingegen zählen Lieferanten, Kunden oder finanzierende Kreditinstitute nicht dazu, weil sie nicht im Interesse des Emittenten zu handeln verpflichtet sind.<sup>892</sup> Im Insiderverzeichnis des Emittenten ist lediglich der im Interesse des Emittenten tätig werdende Vertragspartner, nicht aber dessen Mitarbeiter, aufzunehmen.<sup>893</sup> Dieser Vertragspartner hat seinerseits ein Insiderverzeichnis zu führen, in dem alle seine Unternehmensangehörigen, die bei der Auftragsbearbeitung Zugang zur Insiderinformation erlangen, aufzunehmen sind.<sup>894</sup>

Der Abschlussprüfer des Emittenten und seine Gehilfen sind gemäß § 15b Abs 1 S 4 WpHG ausdrücklich von der Pflicht ausgenommen, ein Insiderverzeichnis zu erstellen. Diese Ausnahme ist zweifach eingeschränkt. Der Abschlussprüfer im Rahmen der Prüfungstätigkeit bestimmungsgemäß Zugang zu Insiderinformationen erhält, ist er in das Insiderverzeichnis des Emit-

<sup>885</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 119.

<sup>886</sup> *U. Schneider/von Buttlar*, ZIP 2004, 1625. Zur Aufnahme in das Insiderverzeichnis im Konzernverhältnis *Kirschhöfer*, *Der Konzern* 2005, 25.

<sup>887</sup> *Brandi/Süßmann*, AG 2004, 644.

<sup>888</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 117. Tochtergesellschaften sind nicht im Insiderverzeichnis zu erfassen, sofern sie nicht im Einzelfall im Auftrag oder für Rechnung des Emittenten tätig werden. *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 14 u 24.

<sup>889</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 119; *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 44.

<sup>890</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 116f; *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 17; *U. Schneider/von Buttlar*, ZIP 2004, ZIP 2004, 1624.

<sup>891</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 116f; *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 19 ff; *U. Schneider/von Buttlar*, ZIP 2004, ZIP 2004, 1624.

<sup>892</sup> Ratingagenturen sind im Insiderverzeichnis aufzunehmen, falls sie im Auftrag des Emittenten Zugang zu vertraulichen Informationen haben, um ein Rating zu erstellen. *U. Schneider/von Buttlar*, ZIP 2004, 1624. Auch Kreditinstitute würden darunter fallen, wenn sie über die üblichen Bankdienstleistungen hinaus tätig werden, wie beispielsweise bei einem Börsegang. *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 23.

<sup>893</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 116; *U. Schneider/von Buttlar*, ZIP 2004, 1625.

<sup>894</sup> *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 25 u 48.

tenten einzutragen.<sup>895</sup> Weiters gilt die Ausnahme ausschließlich für die Zwecke der Pflichtprüfung gemäß §§ 316 HGB. Wird der Abschlussprüfer in einer anderen Angelegenheit tätig, gilt die Befreiung nicht.<sup>896</sup>

Das Insiderverzeichnis hat gemäß § 14 WpAIV Vor- und Familienname, Tag und Ort der Geburt, Privat- und Geschäftsanschrift der zu erfassenden Person zu enthalten.<sup>897</sup> Weiters sind der Grund für die Erfassung dieser Person und das Datum, seit dem die jeweilige Person Zugang zu Insiderinformationen hat, und gegebenenfalls das Datum, seit dem der Zugang nicht mehr besteht, aufzuzeichnen. Der Emittent kann das Verzeichnis im eigenen Ermessen aufbauen und gliedern.<sup>898</sup>

Die Pflicht zur Eintragung in das Insiderverzeichnis ergibt sich mit dem Entstehen einer Insiderinformation bzw. aus präventiven Gründen schon ab dem Zeitpunkt, in dem es sich abzeichnet, dass eine Insiderinformation entstehen wird.<sup>899</sup> Aktualisierungen sind gemäß § 15 WpAIV unverzüglich durchzuführen, wobei urlaubs- oder krankensstandsbedingte Abwesenheit von Mitarbeitern keinen Aktualisierungsgrund darstellt.<sup>900</sup>

Die Daten des Insiderverzeichnisses müssen sicher aufbewahrt und jederzeit verfügbar sein, unabhängig davon, ob das Verzeichnis in Papierform oder elektronisch geführt wird.<sup>901</sup> Es ist nach seiner Erstellung bzw. Aktualisierung gemäß § 16 Abs 2 WpAIV sechs Jahre lang aufzubewahren. Dabei ist gemäß § 16 Abs 1 WpAIV sicherzustellen, dass nur die für die Führung des Verzeichnisses verantwortlichen und beauftragten Personen und die aufgrund ihres Berufs einer gesetzlichen Verschwiegenheitspflicht unterliegenden Personen Zugang dazu haben. Die BaFin ist

---

<sup>895</sup> Den Gesetzesmaterialien folgend sollte damit das Berufsgeheimnis dieser Berufsgruppe geschützt werden, was mangels Ausnahme für Rechtsanwälte wenig überzeugend ist. *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rz 26; *Zimmer* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> § 15b WpHG Rn 15.

<sup>896</sup> *Zimmer* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> § 15b WpHG Rn 14.

<sup>897</sup> Es ist zulässig, dass die personenbezogenen Informationen bis auf den Namen durch Verweis auf eine andere Datenbank, insbesondere ein Personalmanagementsystem, in das Insiderverzeichnis aufgenommen werden, solange diese Daten während des gesamten Aufbewahrungszeitraums in das Insiderverzeichnis übertragen werden können. *BaFin*, Emittentenleitfaden 121.

<sup>898</sup> *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 29. Im Emittentenleitfaden schlägt die BaFin die Gliederung nach einzelnen Insiderinformationen bzw. Projekten oder nach Funktions- und Vertraulichkeitsbereichen vor. *BaFin*, Emittentenleitfaden 120.

<sup>899</sup> *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 28.

<sup>900</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 122; *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 57. Unverzüglich bedeutet ohne schuldhaftes Zögern. Deshalb ist die Einholung rechtlicher Beratung oder einer Auskunft der BaFin zulässig, wenn berechnete Zweifel bestehen, ob eine Eintragung in das Insiderverzeichnis vorzunehmen ist. *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 59.

<sup>901</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 124; *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 29.

jederzeit berechtigt, die Übermittlung des Insiderverzeichnisses zu verlangen, dem der Emittent unverzüglich auf eigene Kosten zu entsprechen hat.<sup>902</sup>

Die im Insiderverzeichnis erfassten Personen sind nach § 15b Abs 1 WpHG vom Emittenten über die rechtlichen Pflichten, die sich aus dem Zugang zu Insiderinformationen ergeben, sowie über die Rechtsfolgen von Verstößen gegen die Insiderverbote aufzuklären. Die Aufklärungspflicht richtet sich nach dem Wortlaut des Gesetzes nur an den Emittenten. Nach Ansicht der BaFin soll es zulässig sein, dass der Emittent diese Pflicht an in seinem Auftrag oder für seine Rechnung handelnde Personen delegiert. Diese belehren dann im Auftrag des Emittenten jene Personen, die in ihrem eigenen Insiderverzeichnis erfasst sind.<sup>903</sup> Im Gegensatz dazu vertritt die hM die Auffassung, dass jede zur Führung verpflichtete Person eigenständig für die Aufklärung verantwortlich ist. Dem Gesetzgeber sei ein Redaktionsversehen unterlaufen, das durch eine Analogie zu schließen sei.<sup>904</sup>

Die Aufklärung muss nur bei der erstmaligen Erfassung im Insiderverzeichnis erfolgen.<sup>905</sup> In welcher Art und Weise dies geschieht, liegt im Ermessen des Emittenten.<sup>906</sup> Die BaFin stellt für die Belehrung einen Aufklärungsbogen bereit.<sup>907</sup> Zwar ist eine schriftliche Bestätigung durch den Unternehmensangehörigen über die erfolgte Aufklärung gesetzlich nicht erforderlich, jedoch aus Dokumentationsgründen empfehlenswert.<sup>908</sup>

Ein Verstoß gegen § 15b WpHG oder die das Insiderverzeichnis betreffenden Vorschriften der WpAIV stellt eine Ordnungswidrigkeit gemäß § 39 Abs 2 Nr 8 u 9 iVm 39 Abs 4 WpHG dar, die mit einer Geldbuße bis zu 50.000 Euro bestraft werden kann. Ein Verstoß gegen die Aufklärungspflicht ist nicht ordnungswidrig.<sup>909</sup> Unterlässt es der Emittent die in seinem Auftrag oder

<sup>902</sup> *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 64.

<sup>903</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 123.

<sup>904</sup> *Zimmer* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> § 15b WpHG Rn 33; *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 69. Ein Verstoß gegen das Analogieverbot gemäß Art 103 Abs 2 GG liegt nicht vor, weil die Aufklärungspflicht nicht bußgeldbewährt ist.

<sup>905</sup> *BaFin*, Emittentenleitfaden 123.

<sup>906</sup> *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 70ff.

<sup>907</sup> *BaFin*, Aufklärungsbogen nach § 15b Abs. 1 Satz 3 Wertpapierhandelsgesetz, [http://www.bafin.de/cln\\_116/SharedDocs/Downloads/DE/Unternehmen/BoersennotierteUnternehmen/Insiderueberwachung/aufklaerungsbogen,templateId=raw,property=publicationFile.doc/aufklaerungsbogen.doc](http://www.bafin.de/cln_116/SharedDocs/Downloads/DE/Unternehmen/BoersennotierteUnternehmen/Insiderueberwachung/aufklaerungsbogen,templateId=raw,property=publicationFile.doc/aufklaerungsbogen.doc) (15.08.2011).

<sup>908</sup> *Sethe* in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 71f.

<sup>909</sup> Hingegen ist es ordnungswidrig, das Insiderverzeichnis nicht, mangelhaft oder nicht vollständig zu führen, mangelnd zu aktualisieren, aufzubewahren oder zu vernichten sowie nicht oder nicht rechtzeitig an die BaFin zu übermitteln. *Zimmer* in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> § 15b WpHG Rn 38 u 40.

auf seine Rechnung handelnden Personen über die Pflicht zur Führung eines Insiderverzeichnis aufzuklären, führt dies auch nicht zu einer Schadenersatzpflicht.<sup>910</sup>

Bei § 15b Abs 1 WpHG handelt es sich nicht um ein Schutzgesetz für Schadenersatzansprüche von Anlegern. Vielmehr wird durch diese Norm der Schutz des Kapitalmarkts beabsichtigt. Darüber hinaus wird Schadenersatz nach § 826 BGB idR mangels Kausalität ausscheiden.<sup>911</sup>

### **b) Insider-Compliance-Richtlinie**

Börsennotierte Gesellschaften erlassen in der Praxis Insider-Compliance-Richtlinien, die die Insiderverbote allgemein verständlich erläutern und die Unternehmensangehörigen über Sanktionen für deren Verletzung informieren. Damit kann die von § 15b Abs 1 WpHG geforderte Aufklärung unterstützt werden.<sup>912</sup> Darüber hinaus können auch spezifische Verhaltensrichtlinien erlassen werden, die unter anderem die Einhaltung des Verbots der Weitergabe von Insiderinformationen<sup>913</sup> und die Weiterleitung von Directors' Dealings Meldungen an den Compliance-Officer umfassen können.<sup>914</sup>

Weiters können durch Insider-Compliance-Richtlinien Handelsverbote und Sperrfristen angeordnet werden, um Insiderhandel vorzubeugen. Die Mehrzahl der deutschen börsennotierten Aktiengesellschaften hat als Präventivmaßnahme gegen Insiderhandel Handelsverbote bzw. interne Genehmigungsprozeduren für Unternehmensangehörige, die Geschäfte mit Finanzinstrumenten des Emittenten tätigen wollen, eingeführt.<sup>915</sup>

### **c) Compliance-Officer**

95% der DAX Unternehmen haben einen Compliance-Officer bestellt, der für die operative Umsetzung der Compliance-Maßnahmen verantwortlich ist,<sup>916</sup> dem auch die Führung und Aktuali-

---

<sup>910</sup> Zimmer in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> § 15b WpHG Rn 45.

<sup>911</sup> Zimmer in *Schwark/Zimmer*, KMRK<sup>4</sup> § 15b WpHG Rn 44.

<sup>912</sup> Sethe in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 72.

<sup>913</sup> Assmann in *Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15 Rn 165.

<sup>914</sup> Obwohl Insidergeschäfte bzw. die Weitergabe von Insiderinformationen an sich außerbetriebliches Verhalten von Arbeitnehmern darstellen, erstreckt sich wegen des besonders engen Zusammenhangs zum Arbeitsverhältnis das Direktionsrecht des Arbeitgebers auch hierauf. *Schuster/Darsow*, Einführung von Ethikrichtlinien durch Direktionsrecht, NZA 2005, 273 (275). Allgemein zum rechtlichen Rahmen von Ethik- und Compliance-Richtlinien BAG 22.07.2008, 1 ABR 40/07; LAG Düsseldorf 14.11.2005, 10 TaBV 46/05; BAG 28.05.2002, 1 ABR 32/01. Vgl. die zusammenfassende Darstellungen über die Zulässigkeit von Ethik- und Compliance-Richtlinien. *Kort*, Ethik Richtlinien im Spannungsfeld zwischen US-amerikanischen Compliance und deutschem Konzernbetriebsverfassungsrecht, NJW 2009, 129; *Meyer*, Ethikrichtlinien internationaler Unternehmen und deutsches Arbeitsrecht, NJW 2006, 3605; *Schuster/Darsow*, NZA 2005, 273.

<sup>915</sup> *Preusche* in *Heidel*, Aktienrecht, Compliance-Regeln Rn 14.

<sup>916</sup> *Kremer/Klahold*, ZGR 2010, 126.

sierung des Insiderverzeichnisses übertragen werden sollte.<sup>917</sup> Da es sich, wie bereits erörtert, bei Compliance um eine nicht übertragbare Pflicht des Vorstands handelt, bleibt dieser ungeachtet der Einsetzung eines Compliance-Officers für die Ergreifung der erforderlichen Maßnahmen verantwortlich.

Damit der Compliance-Officer seine Aufgaben wahrnehmen kann, sind ihm die erforderlichen Ressourcen zur Verfügung zu stellen. Insbesondere ist die Compliance-Abteilung mit ausreichend qualifizierten Mitarbeitern zu besetzen.<sup>918</sup>

#### **d) Sonstige organisatorische Vorkehrungen**

Der Vorstand ist aufgrund seiner Aufsichtspflichten gemäß § 130 OWiG dazu angehalten, das Unternehmen so zu organisieren, dass Verstöße gegen die Insiderverbote möglichst verhindert werden.<sup>919</sup> Der Umfang der erforderlichen Maßnahmen ist an den unternehmensspezifischen Erfordernissen auszurichten.<sup>920</sup> Die ergriffenen Maßnahmen sollten jedenfalls sorgfältig dokumentiert werden.<sup>921</sup>

Nach der Rechtsprechung zu § 130 OWiG sind die Unternehmensangehörigen angemessen zu schulen und auf spezifische Risiken hinzuweisen. Daher sollte auch das Insiderrecht praxisnah und allgemein verständlich im Rahmen von Schulungen erläutert werden, wodurch die Aufklärungspflicht gemäß § 15b Abs 1 WpHG unterstützt werden könnte.<sup>922</sup>

Als weitere Insider-Compliance-Maßnahme kommt insbesondere die Einrichtung einer internen oder externen Meldestelle in Betracht, bei der Unternehmensangehörige anonym Verdachtsmeldungen erstatten können. Hierfür können Whistleblowing-Hotlines<sup>923</sup> und Ombudsmänner<sup>924</sup> eingesetzt werden.

---

<sup>917</sup> U. Schneider/von Buttlar, ZIP 2004, 1626.

<sup>918</sup> Die Compliance-Abteilung in deutschen Großunternehmen ist durchschnittlich mit zehn Mitarbeitern besetzt, wobei diese Anzahl aufgrund des Internationalisierungsgrades eines Unternehmens variieren kann. PwC, Compliance und Unternehmenskultur 22f.

<sup>919</sup> Sethe in Assmann/Sethe, Handbuch des Kapitalanlagerechts<sup>3</sup> § 12 Rn 151.

<sup>920</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 15 Rn 293.

<sup>921</sup> Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 15 Rn 165.

<sup>922</sup> Sethe in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> § 15b Rn 72.

<sup>923</sup> Über ein Drittel der deutschen Unternehmen, die ein Hinweisgebersystem im Rahmen des Compliance-Programms verwenden, setzen bei der Abwicklung dieser Aufgabe auf eine externe Stelle. PwC, Compliance und Unternehmenskultur 31.

<sup>924</sup> In Deutschland sind Ombudsmänner nur wenig verbreitet, obwohl Großunternehmen wie die Deutsche Bahn sehr positive Erfahrungen damit gemacht haben. Von über 500 Verdachtsfällen wurden 70-80% an die Ombudsmänner

e) **Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen**

Aus der aktienrechtlichen Überwachungspflicht des Vorstands ergibt es sich bereits, dass stichprobenartige, überraschende Kontrollen durchzuführen sind. Insbesondere ist die Einhaltung der gesetzlich normierten Compliance-Pflichten, die Führung eines Insiderverzeichnisses gemäß § 15b Abs 1 WpHG und die Gewährleistung der Vertraulichkeit bei Aufschub einer Ad-hoc Mitteilung gemäß § 15 Abs 3 WpHG zu prüfen. Eine effektive Überwachung setzt auch die Einrichtung einer unternehmensinternen Informationsorganisation voraus, damit der Informationsfluss zu den maßgeblichen Stellen gewährleistet ist.<sup>925</sup>

Als Reaktion auf Spitzelaffären bei deutschen Konzernen wurde im Jahr 2009 eine Novelle des Bundesdatenschutzrechts<sup>926</sup> beschlossen. Die Erhebung, Verarbeitung und Nutzung personenbezogener Daten eines Beschäftigten für Zwecke des Beschäftigungsverhältnisses ist nach dieser Novelle nur mehr zulässig, wenn dies für die Begründung, Durchführung oder Beendigung des Beschäftigungsverhältnisses erforderlich ist. Soll durch die Überprüfungsmaßnahme eine Straftat aufgedeckt werden, so dürfen diese Daten nur dann erhoben, verarbeitet oder genutzt werden, wenn ein begründeter Verdacht besteht, dass der Betroffene im Beschäftigungsverhältnis eine Straftat begangen hat, die Erhebung, Verarbeitung oder Nutzung zur Aufdeckung erforderlich ist und das schutzwürdige Interesse des Beschäftigten nicht überwiegt, insbesondere weil Art und Ausmaß der Datenverwendung im Hinblick auf den Anlass nicht unverhältnismäßig sind. Durch diese Novelle wird die Aufdeckung von Rechtsverstößen durch die Compliance-Abteilung deutlich erschwert, weil dem Unternehmen vom Gesetzgeber aufgebürdet wird, eine Vielzahl unbestimmter Rechtsbegriffe auszulegen und jeweils anhand des konkreten Falls zu prüfen, welche Ermittlungsmethoden zulässig sind.<sup>927</sup>

Werden Rechtsverletzungen durch Unternehmensangehörige entdeckt, sind die erforderlichen Schritte gegen diese einzuleiten.<sup>928</sup> Dazu zählt auch, dass der Vorstand die Compliance-Maßnahmen entsprechend anpasst, damit zukünftig keine derartigen Verstöße mehr auftreten.

---

der Deutschen Bahn herangetragen, was zu mehr als 130 Strafverfahren und einer Vielzahl arbeitsrechtlicher Sanktionen geführt hat. *Buchert*, CCZ 2008, 150ff.

<sup>925</sup> Vgl. BGH 15.12.2005, IX ZR 227/04; *Assmann in Assmann/Schneider*, WpHG<sup>5</sup> § 15 Rn 294f.

<sup>926</sup> Gesetz zur Änderung datenschutzrechtlicher Vorschriften BGBl I 2009/54, 2814.

<sup>927</sup> Vgl. zum Datenschutzrecht *Wybitul*, BB 2009, 1583f.

<sup>928</sup> BGH 15.10.1996, VI ZR 319/95.

Für eine regelmäßige Prüfung der Angemessenheit des Compliance-Programms können auch externe Berater herangezogen werden.<sup>929</sup>

---

<sup>929</sup> Vgl. *Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.*, Entwurf IDW Prüfungsstandard: Grundsätze ordnungsmäßiger Prüfung von Compliance Management Systemen (2010).

## 6. Insiderrecht und Compliance in den USA

Die verfassungsrechtliche Kompetenz zur Erlassung gesellschafts- und kapitalmarktrechtlicher Gesetze steht in den USA grundsätzlich den Bundesstaaten zu.<sup>930</sup> Eine Zuständigkeit des Bundes lässt sich jedoch vor allem mit der *interstate commerce clause*<sup>931</sup> begründen, wenn ein Sachverhalt den Handel mit dem Ausland oder zwischen zwei oder mehreren Bundesstaaten betrifft.<sup>932</sup> Dieselbe Kompetenzverteilung trifft auch auf das Strafrecht zu, wobei sich der Bund auch in diesem Fall auf die *interstate commerce clause* stützen kann.<sup>933</sup>

Die Quellen des US-amerikanischen Gesellschaftsrechts sind primär das gesetzte Recht der Bundesstaaten und das durch Richterrecht (*common law*) geschaffene Gesellschaftsrecht der Bundesstaaten.<sup>934</sup> Die umfassende kapitalmarktrechtliche Gesetzgebung des Bundes beginnend mit dem SA und dem SEA und zuletzt mit dem SOA hat jedoch zur Herausbildung eines sogenannten Federal Corporate Law geführt, das bei börsennotierten Gesellschaften den Einfluss des bundesstaatlichen Gesellschaftsrechts zurückdrängt.<sup>935</sup>

---

<sup>930</sup> „The powers not delegated to the United States by the Constitution, nor prohibited by it to the States, are reserved to the States respectively, or to the people.” U.S. CONST. amend. X. *Hale v. Henkel*, 201 U.S. 43, 74-75 (1906); *Cort v. Ash*, 422 U.S. 66, 84 (1975); *CTS Corp. v. Dynamics Corporation of America*, 481 U.S. 69, 91 (1987).

<sup>931</sup> „The Congress shall have power to [...] regulate commerce with foreign nations, and among the several states, and with the Indian tribes;” U.S. CONST. art. I, § 8.

<sup>932</sup> Der Supreme Court legt diesen Kompetenztatbestand weit aus. *Stone/Seidman/Sunstein/Tushnet*, *Constitutional Law*<sup>5</sup> (2005) 208 u 229ff. So leitete der Supreme Court beispielsweise die Kompetenz des Bundes zur Erlassung des Civil Rights Act of 1964 von der *interstate commerce clause* ab. Vgl. *Heart of Atlanta Motel Inc. v. United States*, 379 U.S. 241 (1964); *Katzenbach v. McClung*, 379 U.S. 294 (1964).

<sup>933</sup> *Brody/Acker/Logan*, *Criminal Law* (2001) 57f. Vgl. zum weiten Anwendungsbereich der *interstate commerce clause* im Strafrecht *Gonzales v. Raich*, 545 U.S. 1 (2005).

<sup>934</sup> *Kamen v. Kemper Financial Services, Inc.* 500 U.S. 90 (1991); *Jacobs*, *The reach of state corporate laws beyond state borders: reflections upon federalism*, 84 *New York University. L. Rev* 1149 (2009).

<sup>935</sup> Das einzelstaatliche Gesellschaftsrecht wurde durch die Bundesgesetzgebung im Bereich des Kapitalmarktrechts unter anderem bei der Vertretung von Aktionären in der Hauptversammlung oder der Besetzung des Verwaltungsrates börsennotierter Gesellschaften überlagert. Vgl. *Jacobs*, *The reach of state corporate laws beyond state borders: reflections upon federalism*, 84 *New York University. L. Rev* 1149, 1152-1154 (2009).

Zu nennen ist weiters die sogenannte *say on pay* Kompetenz der Aktionäre in der Hauptversammlung hinsichtlich der Vergütung der Verwaltungsräte von Gesellschaften, die im Zuge der Finanzkrise bundesgesetzliche Stabilisierungsmaßnahmen in Anspruch genommen haben. *American Recovery and Reinvestment Act of 2009*, Pub. L. No. 111-5, 123 Stat. 115 (2009); *Emergency Economic Stabilization Act of 2008*, Division A of Pub. L. No. 110-343, 122 Stat. 3765 (2008); *TARP Standards for compensation and corporate governance*, 31 C.F.R. § 30.0 (2010).

Allgemein zum Federal Corporate Law *Bebchuk/Hamdani*, *Federal Corporate Law: Lessons from history* 106 *Columbia L. Rev.* 1793 (2006); *A. Fleischer*, "Federal Corporation Law": an assessment, 78 *Harvard Law Review* 1146 (1965). Im Bereich des Gesellschaftsrechts gibt es jedoch kein eigenständiges *federal common law*. Vgl. *CTS Corp. v. Dynamics Corp. of America*, 481 U.S. 69.

Gesellschaftsrechtliche Ausführungen in diesem Kapitel beziehen sich auf Publikumsgesellschaften (*public corporation*), die nach dem Recht des Bundesstaates Delaware gegründet wurden. Diese Einschränkung ist durch deren besondere praktische Relevanz gerechtfertigt. 61% aller Fortune 500 Gesellschaften und die Hälfte aller an der NYSE und NASDAQ notierten Gesellschaften sind in Delaware inkorporiert.<sup>936</sup> Die Unterscheidung zwischen *public corporation* und *close corporation*<sup>937</sup> ist im Bundeskapitalmarktrecht und im bundesstaatlichen Gesellschaftsrecht nicht einheitlich geregelt. Der Delaware Corporate Law Act hat die *close corporation* als eine Gesellschaft legal definiert, deren Aktien von nicht mehr als 30 Personen gehalten werden, deren Aktien nur beschränkt übertragen werden können und die ihre Aktien nicht öffentlich anbietet.<sup>938</sup> Der SEA verwendet die Begriffe *public corporation* und *close corporation* nicht. Stattdessen findet sich eine inhaltliche Anknüpfung an diese Unterscheidung bei der Registrierungspflicht gemäß § 12 SEA iVm Rule 12g-1<sup>939</sup> für Wertpapiere von Emittenten, die zumindest 500 Aktionäre aufweisen und deren Gesamtvermögen 10 Millionen USD übersteigt.

## 6.1. Entwicklung

Die Wurzeln des US-amerikanischen Kapitalmarktrechts sind Anfang des 19. Jahrhunderts in den sogenannten *blue sky laws*<sup>940</sup> der Bundesstaaten zu suchen. Deren Bedeutung wurde durch die Gesetzgebung des Bundes im Laufe der Zeit weitgehend eingeschränkt, zuletzt im Jahr 1996 durch den National Securities Markets Improvement Act<sup>941</sup> und zwei Jahre später durch den Se-

<sup>936</sup> Delaware Department of State Division of Corporations, 2007 Annual Report, <http://www.corp.delaware.gov/2007DivCorpAR.pdf> (15.08.2011).

<sup>937</sup> Der Begriff der *close corporation* hat sich für Kapitalgesellschaften mit kleinem Aktionärskreis, einer persönlichen Beteiligung der Aktionäre am Management der Gesellschaft und einem fehlenden Markt für die Anteile an der Gesellschaft eingebürgert. Vgl. die auch über die Grenzen von Massachusetts hinaus einflussreiche Leitentscheidung des Massachusetts Supreme Judicial Court im Fall *Donahue v. Rodd Electrotype Co. of New England, Inc.*, 367 Mass. 578, 586 (Mass. Supr. Ct. 1975).

<sup>938</sup> 8 Del. C. § 342(a).

<sup>939</sup> 17 C.F.R § 240.12g-1 (2010).

<sup>940</sup> Der Begriff *blue sky law* wurde vom Supreme Court geprägt, der als Ziel dieser kapitalmarktrechtlichen Gesetze die Verhinderung von „speculative schemes which have no more basis than so many feet of blue sky“ ansieht. *Hall v. Geiger-Jones*, 242 U.S. 539 (1917). Das erste *blue sky law* wurde 1911 in Kansas erlassen. 1911 Kans. Sess. Laws 133. Die *merit analysis* der Einzelstaaten prüfte, ob das Angebot von Wertpapieren „unfair, unjust, or inequitable“ ist. Vgl. § 306 (a) (7) (C) Uniform Securities Act 2002. Die Vereinheitlichungsbemühungen der Uniform Law Commission haben 1956 zur Erarbeitung eines allgemeinen Regelungsvorschlags, dem Uniform Securities Act, geführt. Dieses Modellgesetz wurde zweimal von der Kommission überarbeitet und an die veränderte Rechtslage angepasst. 15 Bundesstaaten haben die derzeit aktuelle Version aus dem Jahr 2002 als Gesetz erlassen. In zwei weiteren Bundesstaaten wurden entsprechende Gesetzesvorschläge eingebracht. *Uniform Law Commission*, Legislative Fact Sheet, <http://uniformlaws.org/LegislativeFactSheet.aspx?title=Securities%20Act> (15.08.2011).

<sup>941</sup> National Securities Markets Improvement Act, Pub. L. No. 104-290, 110 Stat. 3416 (1996).

curities Litigation Uniform Standards Act.<sup>942</sup> Den Bundesstaaten verblieb lediglich die Kompetenz, Anlagebetrug und betrügerische Verkaufspraktiken zu verbieten und die Durchsetzung von Anlegerschutzvorschriften sicherzustellen. Der Ausgangspunkt für das moderne US-amerikanische Kapitalmarktrecht ist der Börsencrash von 1929. Bis dahin waren die US-amerikanischen Börsen weitgehend der Selbstregulierung überlassen, und Anlegerschutz war lediglich im Anwendungsbereich des deliktischen Schadenersatzrechts (*tort law*) vorhanden gewesen.<sup>943</sup> Dieser Zustand wurde durch die Gesetzgebung des Bundes am Beginn der 1930er gänzlich umgestoßen, als der Kongress auf den Börsencrash mit dem SA und dem SEA antwortete und die Securities Exchange Commission (SEC) als unabhängige Aufsichtsbehörde installierte.<sup>944</sup>

Das bundesrechtliche Kapitalmarktrecht setzte von Beginn an auf das Konzept der *full disclosure*.<sup>945</sup> Dieser Ansatz geht auf den späteren Associate Judge des Supreme Court Louis Brandeis zurück, der 1913 in seinem Buch *Other People's Money And How the Bankers Use It* ausführte: „*Publicity is justly commended as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants.*“<sup>946</sup> Emittenten müssen alle für einen verständigen Investor relevanten Informationen offenlegen, um eine begründete Investitionsentscheidung zu ermöglichen. Damit soll der Zugang zum Kapitalmarkt, abgesehen von der Registrierungspflicht des Emittenten gemäß SA, nicht mehr administrativ, sondern nunmehr durch den Markt reguliert werden.<sup>947</sup>

Vor dem SA und SEA war der Schutz von Anlegern durch die Betrugs- und Täuschungstatbestände des *common law* nur in begrenztem Maße gegeben. Der Schutz gegen Insiderhandel war besonders schwach ausgeprägt, weil der Supreme Court im Jahr 1909 entschied, dass Verwal-

---

<sup>942</sup> Securities Litigation Uniform Standards Act, Pub. L. No. 105-353, 112 Stat. 3227 (1998).

<sup>943</sup> Becker, Börsen- und Kapitalmarktrecht der Vereinigten Staaten, in *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform (1997) 755 (773).

<sup>944</sup> Siehe Kapitel 6.2.11.

<sup>945</sup> "[...] to substitute a philosophy of full disclosure for the philosophy of caveat emptor and thus to achieve a high standard of business ethics in the securities industry." *SEC v. Capital Gains Research Bureau*, 375 U.S. 180, 186 (1963); *Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128, 151 (1972); H.R. REP. NO. 73-1383, at 11 (1934).

<sup>946</sup> Brandeis, *Other People's Money And How the Bankers Use It* 92.

<sup>947</sup> Becker in *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform 802f. Im Gegensatz dazu hatten *blue sky laws* der Bundesstaaten eine Bonitäts- und Rentabilitätsprüfung von Wertpapieren vorgesehen, bevor diese zum Kauf angeboten werden durften. Somit verwundert es auch nicht, dass die bundesrechtlichen Kapitalmarktgesetze mitunter als *rotten egg statutes* bezeichnet wurden, weil diese das Angebot besonders risikoreicher Papiere zulassen, solange die Risiken vollständig offengelegt werden. Erst durch den National Securities Markets Improvement Act of 1996 wurde den Bundesstaaten endgültig die Kompetenz genommen, eine *merit analysis* als Registrierungserfordernis für Wertpapiere vorzusehen.

tungsräte und leitende Angestellte keine generelle Pflicht haben, ihr nicht-öffentliches Wissen beim Ankauf von Wertpapieren ihrer Gesellschaft offenzulegen.<sup>948</sup>

Mit § 10 SEA wurde eine allgemein gehaltene Vorschrift eingeführt, die betrügerisches Handeln im Zusammenhang mit dem Kauf oder Verkauf von Wertpapieren verbot. 1942 erließ die SEC auf Grundlage der Ermächtigung in § 10b SEA die Rule 10b-5<sup>949</sup>, um bestehende Schlupflöcher bei missbräuchlichem Verhalten im Zusammenhang mit Wertpapiertransaktionen zu schließen.<sup>950</sup> Dies änderte jedoch nichts daran, dass Insiderhandel weiterhin nicht explizit verboten, sondern unter ein allgemeines Verbot von missbräuchlichem Verhalten subsumiert wurde. Selbst die Materialien zur Entstehung der Rule 10b-5 geben keinen Aufschluss über ihre Anwendung auf Insiderhandel.<sup>951</sup> Dieser Zusammenhang wurde erstmals 1946 im Fall *Kardon v. National Gypsum Co.*<sup>952</sup> hergestellt. Das Gericht anerkannte hierbei ein auf Rule 10b-5 basierendes implizites Klagerecht (*implied right of action*) auf Schadenersatz für geschädigte Investoren, wodurch der Anwendungsbereich dieser Vorschrift deutlich erweitert wurde.<sup>953</sup> In *Speed v. Transamerica Corp.* wurde Rule 10b-5 schließlich erstmals als eine vom *common law* unabhängige Vorschrift anerkannt,<sup>954</sup> die eine eigenständige Pflicht zur Offenlegung von wesentlichen Informationen bei einem Börsengeschäft gegenüber dem Geschäftspartner begründet.

Rule 10b-5 wurde somit zur Keimzelle des US-amerikanischen Insiderrechts.<sup>955</sup> Für dessen Entwicklung hatte – mangels gesetzlich definierter Insiderverbote – das Richterrecht herausragende Bedeutung.<sup>956</sup> Seit 1960 hat sich die Rule 10b-5 aufgrund ihrer weiten Interpretation durch die Gerichte als oft genutztes Mittel gegen missbräuchliches Verhalten bei Wertpapiertransaktionen

<sup>948</sup> Nur bei Vorliegen besonderer Umstände, die jedoch vom Supreme Court nicht näher erläutert wurden, wäre eine Offenlegungspflicht eingetreten. *Strong v. Repide*, 213 U.S. 419 (1909).

<sup>949</sup> 17 C.F.R. § 240.10b-5 (2010).

<sup>950</sup> *Soderquist/Gabaldon*, Securities Regulation<sup>4</sup> 396f.

<sup>951</sup> Die Verordnungsbegründung fiel im Vergleich zu heute erlassenen Verordnungen der SEC äußerst knapp und inhaltlich unergiebig aus: „*The new rule closes a loophole in the protections against fraud administered by the Commission by prohibiting individuals or companies from buying securities if they engage in fraud in their purchase.*“ SEC, Release No. 3230, 7 Fed. Reg. 3804 (May 21, 1942). Vgl. die unterhaltsame Darstellung der Entstehungsgeschichte der Rule 10b-5 des damaligen SEC Assistant Solicitor Milton Freeman. *Freeman*, Conference on Codification of the Federal Securities Laws, 22 Business Lawyer 793, 921-922 (1967).

<sup>952</sup> *Kardon v. National Gypsum Co.*, 69 F.Supp. 512 (E.D.Pa.1946).

<sup>953</sup> Die Rule 10b-5 als zivilrechtliche Haftungsgrundlage ist mittlerweile auch vom Supreme Court bestätigt worden: „*The existence of this implied remedy is simply beyond peradventure.*“ *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375, 380 (1983).

<sup>954</sup> *Speed v. Transamerica Corp.*, 99 F.Supp. 808 (D. Del. 1951), modified 235 F2d 369 (3rd Cir. 1956).

<sup>955</sup> „[...] *we deal with a judicial oak which has grown from little more than a legislative acorn. Such growth may be quite consistent with the congressional enactment and with the role of the federal judiciary in interpreting it, [...] but it would be disingenuous to suggest that either Congress in 1934 or the Securities and Exchange Commission in 1942 foreordained the present state of the law with respect to Rule 10b-5.*“ *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723, 737 (1975).

<sup>956</sup> Vgl. zur Bedeutung des Richterrechts als vorrangige Rechtsquelle in den USA *Melin*, Gesetzesauslegung in den USA und in Deutschland (2005) 312; *Koenig*, Das Verbot von Insiderhandel (2006) 46f.

etabliert, wobei die Verfolgung von Insiderhandel in der öffentlichen Wahrnehmung einen besonderen Stellenwert eingenommen hat.<sup>957</sup>

Obwohl die SEC als zuständige Aufsichtsbehörde intensive Anstrengungen im Kampf gegen Insiderhandel setzte, wurden die Sanktionsmöglichkeiten aufgrund etlicher Insiderskandale als unzureichend empfunden.<sup>958</sup> Durch den Insider Trading Sanctions Act of 1984 (ITSA)<sup>959</sup> und den Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988 (ITSFEA)<sup>960</sup> kam es zu einer deutlichen Verschärfung der Sanktionen bei Verstößen gegen die Insiderverbote.

Das US-amerikanische Insiderrecht war bis zur 1997 ergangenen Supreme Court Entscheidung im Fall *United States v. O'Hagan* von einem jahrzehntelangen Theorienstreit geprägt.<sup>961</sup> Im Zentrum dieser Debatte stand die Frage, unter welchen Umständen ein Insider verpflichtet ist, sein Wissen dem Geschäftspartner gegenüber offenzulegen (*disclose*) oder von einem Geschäftsabschluss abzusehen (*abstain*).

Im Zuge der intensiver werdenden Verfolgung von Insiderhandel wurde vermehrt die Stellung von Emittenten und deren Verantwortung diskutiert, Insiderhandel hintanzuhalten. Damit wurde eine Brücke zur ab Mitte der 1960er in den USA bestehenden Debatte über Compliance geschlagen. Unter Compliance wurde zunächst die Sicherstellung von rechtskonformem Verhalten vor allem im Bereich des Kartell-, Außenhandels- und Kapitalmarktrechts verstanden.<sup>962</sup> Durch den 1977 in Kraft getretenen Foreign Corrupt Practices Act (FCPA)<sup>963</sup> gewann die Debatte zusätzlich an Schwung, weil nunmehr US-amerikanische sowie ausländische Unternehmen, die an einer US-Börse notieren, für Schmiergeldzahlungen im Ausland straf- und zivilrechtlich zur Verantwortung gezogen werden konnten. Diese können jedoch nicht nur für ihr eigenes, sondern

---

<sup>957</sup> *Soderquist/Gabaldon*, Securities Regulation<sup>4</sup> 397f.

<sup>958</sup> Vgl. die Gesetzesmaterialien zum ITSA „[i]nsider trading threatens [...] markets by undermining the public's expectations of honest and fair securities markets where all participants play by the same rules. This legislation provides increased sanctions against insider trading in order to increase deterrence of violations.“ H.R. REP. NO.98-355, at 2 (1984). ITSFEA wurde als Reaktion auf Wall Street Skandale erlassen, um das Anlegervertrauen in den Kapitalmarkt wiederherzustellen. *Steinberg/Fletcher*, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1787 (1994).

<sup>959</sup> Insider Trading Sanctions Act of 1984, Pub. L. No. 98-376, 98 Stat. 1264 (1984).

<sup>960</sup> Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act of 1988, Pub. L. No. 100-704, 102 Stat. 4677 (1988).

<sup>961</sup> Dazu ausführlich Kapitel 6.2.3. Mit der *O'Hagan*-Entscheidung des Supreme Courts scheint auch der Druck auf den Gesetzgeber zur Erlassung gesetzlicher Insiderverbote nachgelassen zu haben. *Lange*, Neue Entwicklung im US-amerikanischen Insiderrecht, WM 1998, 525 (534).

<sup>962</sup> Vgl. Kapitel 2.2.

<sup>963</sup> Foreign Corrupt Practices Act, Pub. L. No. 95-213, 91 Stat. 1495 (1977).

auch für das Verhalten ihrer ausländischen Tochtergesellschaften haftbar gemacht werden, wenn die Muttergesellschaft nicht konzernweit die Einhaltung des FCPA sicherstellt.<sup>964</sup>

1984 wurde die U.S. Sentencing Commission eingesetzt, um detaillierte Richtlinien für die Strafzumessung bei Verletzung von Bundesstrafgesetzen durch natürliche und juristische Personen auszuarbeiten. Für juristische Personen wurden schließlich 1991 derartige Richtlinien erlassen, die in der Praxis als Anreiz zur Ergreifung von Compliance-Maßnahmen verstanden wurden.<sup>965</sup>

Durch ITSA und ITSFEA wurde in den 1980ern die *controlling person* Haftung deutlich erweitert. Zwar war eine börsennotierte Gesellschaft weiterhin nicht ausdrücklich dazu verpflichtet, ein Compliance-Programm zu installieren, sie konnte jedoch eine strafrechtliche Verantwortung oder zivilrechtliche Haftung nur dann abwehren, wenn sie die erforderlichen Präventionsmaßnahmen gegen Insiderhandel gesetzt hatte. Dies führte in der Folge zur weiten Verbreitung von Insider-Compliance-Programmen, woraus sich nach hM ein allgemein anerkannter Sorgfaltsmaßstab ableiten lässt.<sup>966</sup> Zum endgültigen Durchbruch einer allgemeinen Compliance-Pflicht führte die 1996 ergangene Entscheidung des Delaware Chancery Court im Fall *In re Caremark International Inc. Derivative Litigation*,<sup>967</sup> in der die Pflicht zur allgemeinen Unternehmensüberwachung durch den Verwaltungsrat anerkannt wurde.<sup>968</sup>

In jüngerer Zeit wurden die börsennotierten Gesellschaften mit einer Fülle an zusätzlichen Publizitäts-, Transparenz- und Organisationspflichten konfrontiert. Insbesondere ist hier auf den SOA, der das Anlegervertrauen in den Kapitalmarkt nach den Bilanzierungsskandalen Enron und WorldCom wiederherstellen sollte,<sup>969</sup> und den 2011 im Eindruck der Finanz- und Wirtschaftskrise beschlossenen Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act<sup>970</sup> zu verweisen.

<sup>964</sup> Vgl. H.R. REP. NO. 100-576, at 916-17 (1988); *Brown*, Parent-Subsidiary Liability under the Foreign Corrupt Practices Act, 50 Baylor L. Rev. 1, 19-21 (1998). Bei Minderheitsbeteiligungen genügt es jedoch seinen Einfluss dahingehend auszuüben, dass Tochtergesellschaften eine ordentliche Buchführung und ausreichende interne Kontrollen einführen, um Schmiergeldzahlungen zu verhindern. 15 U.S.C. § 78m(b)(6).

<sup>965</sup> Dazu ausführlich Kapitel 6.3.1(c).

<sup>966</sup> *Steinberg/Fletcher*, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1829-1830 (1994).

<sup>967</sup> *In re Caremark International Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996).

<sup>968</sup> Dazu ausführlich Kapitel 6.3.1(a).

<sup>969</sup> *Riener-Micheler/Krimmer*, Der Sarbanes-Oxley Act und seine Auswirkungen auf europäische Unternehmen, RZW 2006, 317 (317); *Regelin/Fisher*, Zum Stand der Umsetzung des Sarbanes-Oxley Act aus deutscher Sicht, IStR 2003, 276 (276 u 288).

<sup>970</sup> Dodd–Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, 124 Stat. 1376 (2010).

Parallel zur Zunahme der Regulierungsdichte, der Haftungsverschärfung und der Setzung von Anreizen zur Einführung von Compliance-Programmen entwickelte sich in den USA seit Anfang der 1990er eine „*compliance industry*“, die den Unternehmen eine Vielzahl an Compliance-Dienstleistungen zur Sicherstellung rechtskonformen Verhaltens anbietet.<sup>971</sup>

## 6.2. Insiderrecht

Das US-amerikanische Insiderrecht stützt sich im Wesentlichen auf das allgemeine Missbrauchsverbot gemäß § 10(b) SEA und Rule 10b-5, ohne eine gesetzliche Definition der Insiderverbote zu bieten. Daher fokussiert die Darstellung des US-amerikanischen Insiderrechts in dieser Arbeit auf diese beiden Vorschriften. Nichtsdestotrotz wird der Vollständigkeit halber nachfolgend auf spezielle Insiderverbote verwiesen, die bei Übernahmeangeboten und sogenannten *short swing* Geschäften anwendbar sind.<sup>972</sup>

### 6.2.1. Quellen des Insiderrechts

#### a) § 10(b) SEA und Rule 10b-5

Im zwischenstaatlichen Handel (*interstate commerce*), im Postverkehr oder an einer US-Wertpapierbörse<sup>973</sup> ist es gemäß § 10(b) SEA verboten:

„(b) *To use or employ, in connection with the purchase or sale of any security registered on a national securities exchange or any security not so registered, or any securities-based swap agreement, any manipulative or deceptive device or contrivance in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.*”

Auf Grundlage von § 10(b) SEA hat die SEC die Rule 10b-5 erlassen, die diese allgemein gehaltene Missbrauchsbestimmung konkretisiert. Gemäß Rule 10b-5 ist es bei Wertpapiergeschäften verboten, im zwischenstaatlichen Handel (*interstate commerce*), im Postverkehr oder an einer US-Wertpapierbörse:

---

<sup>971</sup> Vgl. *Rostain*, The emergence of „law consultants“, 75 *Fordham Law Review* 1397 (2006).

<sup>972</sup> Zusammenfassende Darstellung der Quellen des US-amerikanischen Insiderrechts. *Ferrara/Nagy/Thomas*, *Insider Trading & The Wall* § 1.02.

<sup>973</sup> Diese Anknüpfungspunkte werden von der Judikatur weit ausgelegt. Vgl. *Aquionics Acceptance Corporation v. Richard Kollar et al*, 503 F.2d 1225 (6th Cir. 1974); *McDaniel v. United States*, 343 F.2d 785 (5th Cir. 1965); *Ingraffia v Belle Meade Hospital, Inc.*, 319 F.Supp. 537 (ED. La. 1970).

„(a) To employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(b) To make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they were made, not misleading, or

(c) To engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person,

in connection with the purchase or sale of any security.“

Die Rechtsprechung hat als Tatbestandsvoraussetzung von Insiderhandel herausgearbeitet, dass eine natürliche oder juristische Person Wertpapiergeschäfte tätigt, während sie in Besitz (*while in possession*) wesentlicher (*material*) öffentlich nicht bekannter (*non-public*) Informationen ist und diese Informationen unter Verletzung einer Treue- oder Geheimhaltungspflicht (*misappropriation*) gegenüber dem Emittenten, einem Aktionär oder einer anderen Person, von der diese Information stammt, verwendet.

#### **b) § 14e SEA**

Ein in der Praxis besonders wichtiger Anwendungsbereich des Insiderrechts sind öffentliche Übernahmeangebote.<sup>974</sup> Diesem Faktum wurde durch § 14e SEA Rechnung getragen, durch die die allgemeinen Missbrauchsverbote explizit auf öffentliche Übernahmeangebote anwendbar erklärt werden. Nicht nur der Bieter sondern auch alle sonstigen an der Übernahme beteiligten Personen, die zugunsten des Bieters oder gegen ihn auftreten, werden von § 14e SEA erfasst.

Die SEC hat in Rule 14e-3<sup>975</sup> dieses Missbrauchsverbot explizit auf Insiderhandel in Besitz (*possession*) wesentlicher, öffentlich nicht bekannter Informationen, die direkt oder indirekt vom Bieter oder der Zielgesellschaft oder deren Organmitgliedern und sonstigen Unternehmensangehörigen erworben wurden, im Zusammenhang mit einem öffentlichen Übernahmeangebot angewendet. Der Supreme Court bestätigte in *United States v. O'Hagan* ausdrücklich die Verfassungskonformität von Rule 14e-3.<sup>976</sup>

---

<sup>974</sup> Das US-amerikanische Insiderrecht wurde maßgeblich durch Insiderhandel im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmeangeboten geprägt. Vgl. *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997); *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222.

<sup>975</sup> 17 C.F.R 240.14e-3 (2010).

<sup>976</sup> *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. at 673.

**c) § 16(b) SEA**

Das Insiderhandelsverbot gemäß § 16(b) SEA ist an jene Gruppe potentieller Insider adressiert, die nach Ansicht des Kongresses am ehesten gefährdet wären Insiderhandel zu begehen: indirekte oder direkte Aktionäre des Emittenten, die zumindest 10% des Grundkapitals halten, Organmitglieder und sonstige Mitglieder der Geschäftsleitung des Emittenten.<sup>977</sup>

Kauft und verkauft bzw. verkauft und kauft ein Adressat dieses Verbots innerhalb eines Zeitraums von sechs Monaten Aktien des Emittenten oder Derivate, die sich auf diese beziehen, so ist er zur Herausgabe des Gewinns aus diesen Transaktionen (*short swing profits*) an den Emittenten verpflichtet. Ziel dieser Vorschrift ist es, aus Präventionsüberlegungen Insiderhandel für Gesellschaftsinsider unattraktiv zu machen, weswegen es insbesondere nicht auf einen Vorsatz des Gesellschaftsinsiders, Gewinne zu erzielen oder Insiderinformationen auszunutzen, ankommt.<sup>978</sup> Die besondere Praxisrelevanz ergibt sich daraus, dass jeder Aktionär des Emittenten im Namen der Gesellschaft eine Klage auf Herausgabe des Gewinns erheben kann, wenn der Emittent diesbezüglich säumig ist.

Die SEC hat Rule 16b-1 bis Rule 16b-8<sup>979</sup> erlassen, die Ausnahmen vom Verbot gemäß § 16(b) SEA enthalten. Insbesondere sind unter bestimmten Voraussetzungen Transaktionen zwischen dem Emittenten und den Mitgliedern der Geschäftsleitung oder der Erwerb von Wertpapieren vor einer Verschmelzung oder anderen Umgründungen ausgenommen.

### **6.2.2. Anwendungsbereich**

**a) Sachlicher Anwendungsbereich**

Die Insiderverbote gemäß § 10b SEA und Rule 10b-5 erfordern, dass das missbräuchliche Verhalten in Verbindung mit dem Kauf oder Verkauf von Wertpapieren gesetzt wurde (*in connection with the purchase or sale of any security*). Der Supreme Court sprach sich in *Superintendent of Insurance of New York v. Bankers Life & Casualty Co* für eine breite Handhabung dieser Tat-

---

<sup>977</sup> O'Connor, Toward a More Efficient Deterrence of Insider Trading: The Repeal of Section 16(b), 58 Fordham L. Rev. 309, 320-321 (1989).

<sup>978</sup> „The objective standard of Section 16(b) imposes strict liability upon substantially all transactions occurring within the statutory time period, regardless of the intent of the insider or the existence of actual speculation.“ *Bershad v. McDonough*, 428 F.2d 693, 696 (1970).

<sup>979</sup> 17 C.F.R § 240.16b-1 (2010) bis 17 C.F.R § 240.16b-8 (2010).

bestandsvoraussetzungen aus. Die Insiderverbote sind unabhängig davon anwendbar, ob die Transaktion an der Börse oder außerbörslich (*over-the-counter*) stattgefunden hat.<sup>980</sup>

### **b) Örtlicher Anwendungsbereich**

Der örtliche Anwendungsbereich der Missbrauchsbestimmungen des SEA war lange Zeit gesetzlich nicht definiert und führte zu einer regen Debatte in der Judikatur und Literatur. Da der SEA auf Grundlage der *interstate commerce clause* der US-amerikanischen Bundesverfassung erlassen wurde, die sich nicht nur auf den Handel zwischen den Bundesstaaten, sondern auch auf den Handel mit dem Ausland erstreckt, wurde eine weite Interpretation der internationalen Anwendbarkeit als zulässig erachtet.<sup>981</sup>

Die Gerichte haben zwei Prüfungsschemata für den Anwendungsbereich der Missbrauchsbestimmungen entwickelt. Der *conduct test* stellt darauf ab, ob das schädliche Verhalten auch in einem wesentlichen Ausmaß im Inland vorgenommen wurde und zielt primär auf den Schutz der US-amerikanischen Kapitalmärkte vor Reputationsschäden ab. Der *effects test* basiert auf dem Wunsch des Gesetzgebers, US-Investoren vor Missbrauch zu schützen und stellt somit darauf ab, ob US-Investoren wesentlich vom schädigenden Verhalten betroffen sind.<sup>982</sup> Als Anknüpfungspunkte für eine extraterritoriale Wirkung wurden von der Rechtsprechung anerkannt, wenn (1) ein Schaden in den USA verursacht wurde, selbst wenn das schadenstiftende Verhalten im Ausland gesetzt wurde, (2) US-Staatsbürger im Ausland geschädigt wurden, wobei das schadenstiftende Verhalten in den USA gesetzt wurde, und (3) wenn Ausländer außerhalb der USA geschädigt wurden, wobei das schadenstiftende Verhalten in den USA gesetzt wurde und dieses unmittelbarer Grund für den Schaden war.<sup>983</sup> Wurde lediglich eine geringe Anzahl an US-Staatsbürgern geschädigt, verneinen US-amerikanische Gerichte und die SEC aufgrund internationaler Komitität mitunter ihre Zuständigkeit, wenn ausländische Behörden oder Gerichte für eine Strafverfolgung bzw. Verfolgung zivilrechtlicher Ansprüche geeigneter erscheinen.<sup>984</sup>

<sup>980</sup> „Section 10(b) must be read flexibly, not technically and restrictively. [...] The crux of the present case is that Manhattan suffered an injury as a result of deceptive practices touching its sale of securities as an investor.” *Superintendent of Insurance of New York v. Bankers Life & Casualty Co.*, 404 U.S. 6, 12-13 (1971). Die Rechtsprechung ist hinsichtlich des erforderlichen Bezugs des missbräuchlichen Verhaltens zur Wertpapiertransaktion nicht einheitlich. *Soderquist/Gabaldon*, Securities Regulation<sup>4</sup> 416.

<sup>981</sup> *Soderquist/Gabaldon*, Securities Regulation<sup>4</sup> 668 u 689.

<sup>982</sup> *Soderquist/Gabaldon*, Securities Regulation<sup>4</sup> 711.

<sup>983</sup> *Leasco Data Processing Equipment Corporation v. Maxwell*, 468 F.2d 1326, 1344 (2d Cir. 1972).

<sup>984</sup> Vgl. *Plessey Co. plc v. General Electric Co. plc*, 628 F. Supp. 477, 495-496 (D. Del. 1986).

Zusammenfassend listet das Restatement (Third) of the Foreign Relations Law of the United States<sup>985</sup> vier Fälle für die Anwendbarkeit US-amerikanischen Kapitalmarktrechts auf: (1) Wertpapiertransaktionen zwischen US-Vertragsparteien innerhalb der USA, (2) Wertpapiertransaktionen an organisierten US-amerikanischen Wertpapiermärkten, (3) Verhalten mit Wertpapierbezug wurde im Ausland gesetzt, wobei wesentliche Effekte davon in den USA aufgetreten sind, und (4) Verhalten mit Wertpapierbezug wurde hauptsächlich in den USA gesetzt.<sup>986</sup>

2010 wurde die Frage des örtlichen Anwendungsbereichs von § 10(b) SEA und Rule 10b-5 vom Supreme Court im Fall *Morrison v. National Australia Bank Ltd*<sup>987</sup> entschieden. Zunächst hielt der Supreme Court fest, dass der örtliche Anwendungsbereich von Rule 10b-5 jenen von § 10(b) SEA nicht überschreiten kann, weil die SEC keine darüber hinausgehende Regelungsbefugnis besitzt.<sup>988</sup> Schließlich erkannte der Supreme Court, dass § 10(b) SEA nur auf Insiderhandel mit Wertpapieren, die an einer US-amerikanischen Börse zugelassen sind, und Transaktionen mit sonstigen Wertpapieren in den USA anwendbar ist. Im Zuge der Aufarbeitung der Finanzkrise wurde wenige Monate nach dieser Supreme Court Entscheidung der Dodd–Frank Act erlassen. Durch diesen wurde in § 22 SA die lit (c) eingeführt, die US-Gerichte nunmehr auch für die (verwaltungs)strafrechtliche Verfolgung von Verstößen gegen die Insiderverbote für zuständig erklärt, wenn entweder ein innerhalb der USA gesetztes Verhalten wesentlich zu einer Verletzung der Missbrauchsvorschriften beigetragen hat, selbst wenn das Wertpapiergeschäft außerhalb der USA stattgefunden hat und daran ausschließlich ausländische Investoren beteiligt waren, oder voraussichtlich ein außerhalb der USA gesetztes Verhalten wesentliche Auswirkungen auf die USA hat. Daher ist *Morrison v. National Australia Bank Ltd* über den Anwendungsbereich von § 10(b) SEA und Rule 10b-5 nur mehr für zivilrechtliche Klagen von Anlegern einschlägig.

### 6.2.3. Insider

Der Begriff des Insiders ist gesetzlich nicht definiert. Die Entwicklung des US-amerikanischen Insiderrechts ist untrennbar mit einem Theorienstreit verbunden, der maßgebliche Auswirkungen

---

<sup>985</sup> Das American Law Institute veröffentlicht in verschiedenen Rechtsbereichen Restatement of Laws, die sich als Zusammenfassung des aktuellen Rechtsstandes und als Ansatz für eine Weiterentwicklung des Rechts verstehen. Die Restatements of Laws werden von der US-amerikanischen Rechtswissenschaft und Rechtssprechung als sekundäre Rechtsquelle anerkannt. Clark, The Sources of Law, in *Clark/Ansary*, Introduction to the law of the United States (2002) 49f.

<sup>986</sup> Restatement (Third) of the Foreign Relations Law of the United States § 416(1) (1976).

<sup>987</sup> *Morrison v. National Australia Bank Ltd*, 130 S. Ct. 2869 (2010).

<sup>988</sup> In diesem Sinne bereits *United States v. O'Hagan*, 521 U. S. at 651; *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U. S. 185, 214 (1976).

auf die Reichweite des Insiderbegriffs und folglich jene der Insiderverbote hatte. Aufgrund der Entstehung des Insiderrechts aus einer allgemeinen Missbrauchsvorschrift (*fraud and deceit*) heraus wurde die Insidereienschaft nicht aus der Zugehörigkeit zu einem nach allgemeinen Kriterien bestimmten Personenkreis, sondern zunächst aus einem Pflichtenverhältnis gegenüber dem Geschäftspartner abgeleitet.

Nach der nunmehr herrschenden *misappropriation theory* ist eine Insider eine Person, die beim Handel mit Wertpapieren eines Emittenten Insiderinformationen durch Bruch eines Treue- oder sonstigen Vertrauensverhältnisses, das sie mit der Quelle dieser Informationen verbindet, verwendet.

**a) *Equal Access Theory***

Die SEC vertrat ursprünglich den Ansatz, dass § 10(b) SEA und Rule 10b-5 auf den gleichberechtigten Zugang aller Anleger zu kursrelevanten Informationen abzielen. Zwar stand diese Auslegung in Widerspruch zum Wortlaut dieser Vorschriften, die lediglich Betrug und Täuschung verbieten, die *equal access theory* wurde jedoch auch von der Judikatur bestätigt. Im Verwaltungsverfahren *In Re Cady, Roberts & Co*<sup>989</sup> wurde Rule 10b-5 von der SEC erstmals auf Insiderhandel bei einer anonymen Börsentransaktion angewendet. Das Vorliegen einer Treuepflicht gegenüber dem Emittenten wurde nicht als Voraussetzung für die Anwendbarkeit von Rule 10b-5 auf den Insider qualifiziert, der lediglich aufgrund eines Tipps Kenntnis von der Insiderinformation erlangt hatte. Der Insider unterliege aufgrund des *disclose or abstain* Prinzips solange einem Transaktionsverbot, bis die Information öffentlich bekannt wird.<sup>990</sup> Die *equal access theory* wurde vom 2<sup>nd</sup> Circuit in *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co* bestätigt.<sup>991</sup>

**b) *Fiduciary Duty Theory***

Mit der Supreme Court Entscheidung im Fall *Chiarella v. United States*<sup>992</sup> wurde 1980 die bis dahin herrschende *equal access theory* durch die *fiduciary duty theory* abgelöst. Diese lehnt allgemeine Gerechtigkeitsüberlegungen ab. Entscheidend ist für sie vielmehr, ob zwischen dem Insider und seinem Geschäftspartner eine Treuepflicht oder eine sonstige Pflicht zur Aufklärung

---

<sup>989</sup> *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961).

<sup>990</sup> „[...] the obligation rests on two principal elements; first, the existence of a relationship giving access, directly or indirectly, to information intended to be available only for a corporate purpose and not for the personal benefit of anyone, and second, the inherent unfairness involved where a party takes advantage of such information knowing it is unavailable to those with whom he is dealing.” *In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. at 912.

<sup>991</sup> *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394. U.S. 976 (1969).

<sup>992</sup> *Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222.

besteht.<sup>993</sup> Liegt eine derartige Pflicht nicht vor, entfällt trotz Kenntnis der Insiderinformation eine Strafbarkeit gemäß § 10(b) SEA und Rule 10b-5.

Die *fiduciary duty theory* wurde vom Supreme Court in *Dirks v. SEC*<sup>994</sup> bestätigt. Ein Insider, der von einer Insiderinformation aufgrund eines Tipps eines Gesellschaftsinsiders Kenntnis erlangt hat, unterliegt nur dann einem Transaktionsverbot, wenn der Tippgeber seine Treuepflicht gegenüber den Aktionären des Emittenten verletzt hat, weil die Weitergabe der Insiderinformation zur eigenen Bereicherung erfolgte.<sup>995</sup> Dieser Treuepflicht können auch Dritte, insbesondere Anwälte, Wirtschaftsprüfer oder Unternehmensberater, unterliegen, wenn sie für den Emittenten tätig werden und der Emittent die Geheimhaltung von nicht öffentlich bekannten Informationen aufgrund dieses Verhältnisses erwarten konnte.<sup>996</sup>

### c) *Misappropriation Theory*

Der Schwachpunkt der *fiduciary duty theory* liegt in ihrem konzeptionellen Ansatz, dass Personen, die nicht aufgrund einer Treuepflicht gegenüber den Aktionären des Emittenten gebunden sind, Insiderinformationen im Wertpapierhandel straflos nutzen können.<sup>997</sup> Zur Abhilfe wurde vom 2<sup>nd</sup> Circuit die *misappropriation theory* entwickelt, die die Insiderverbote damit begründet, dass der Insider die Vertrauensbeziehung zur Informationsquelle verletzt, wenn er die Insiderin-

---

<sup>993</sup> „First, not every instance of financial unfairness constitutes fraudulent activity under § 10(b). [...] Second, the element required to make silence fraudulent - a duty to disclose - is absent in this case. No duty could arise from petitioner's relationship with the sellers of the target company's securities, for petitioner had no prior dealings with them. He was not their agent, he was not a fiduciary, he was not a person in whom the sellers had placed their trust and confidence. He was, in fact, a complete stranger who dealt with the sellers only through impersonal market transactions.” *Chiarella v. United States*, 445 U.S. at 232-233.

<sup>994</sup> *Dirks v. SEC*, 463 US 646 (1983).

<sup>995</sup> „In determining whether a tippee is under an obligation to disclose or abstain, it is necessary to determine whether the insider's "tip" constituted a breach of the insider's fiduciary duty. All disclosures of confidential corporate information are not inconsistent with the duty insiders owe to shareholders. [...] Thus, the test is whether the insider personally will benefit, directly or indirectly, from his disclosure. Absent some personal gain, there has been no breach of duty to stockholders. And absent a breach by the insider, there is no derivative breach.” *Dirks v. SEC*, 463 US at 661-662.

<sup>996</sup> „The basis for recognizing this fiduciary duty is not simply that such persons acquired nonpublic corporate information, but rather that they have entered into a special confidential relationship in the conduct of the business of the enterprise and are given access to information solely for corporate purposes. [...] For such a duty to be imposed, however, the corporation must expect the outsider to keep the disclosed nonpublic information confidential, and the relationship at least must imply such a duty.” *Dirks v. SEC*, 463 US at 655 n 14.

<sup>997</sup> „Misappropriation theory 'extends the reach of Rule 10b-5 to outsiders (or their tippees) who would not ordinarily be deemed fiduciaries of the corporate entities in whose stock they trade.' [...] the misappropriation of material non-public information from its lawful possessor is regarded as a sufficient breach of fiduciary duty [...]” *SEC v. Maio*, 51 F.3d 623, 631 (7th Cir. 1995) verweisend auf *SEC v. Cherif*, 933 F.2d 403, 409-410 (7th Cir.1991).

formation für eigene Zwecke verwendet.<sup>998</sup> Der Insider „veruntreut“ somit die Information. Schließlich wurde die *misappropriation theory* auch vom 3<sup>rd</sup>, 7<sup>th</sup> und 9<sup>th</sup> Circuit übernommen.<sup>999</sup>

1997 bestätigte der Supreme Court in der Entscheidung *United States v. O'Hagan*<sup>1000</sup> die *misappropriation theory*. Das Transaktionsverbot für Insider, die Kenntnis von einer Insiderinformation haben, ergibt sich aufgrund einer Treuepflicht oder eines Vertrauensverhältnisses gegenüber der Quelle dieser Information,<sup>1001</sup> weil nur dieser eine Entscheidung über ihre Verwendung zusteht.<sup>1002</sup> Wann eine derartige Treuepflicht bzw. ein Vertrauensverhältnis besteht, ist mitunter unklar.

Im Jahr 2000 hat die SEC die Rule 10b-5-2<sup>1003</sup> erlassen, die sich mit dem von der Judikatur weitgehend ungelösten Problem beschäftigen, unter welchen Umständen nicht-geschäftliche Verbindungen eine Treuepflicht im Sinne der *misappropriation theory* aufweisen. Eine derartige Treuepflicht ist für die Zwecke von § 10(b) SEA und Rule 10b-5 insbesondere dann gegeben, wenn die Vertraulichkeit zugesichert wurde, wenn aufgrund der Umstände oder bestehenden Gepflogenheiten vernünftigerweise Vertraulichkeit erwartet werden konnte oder wenn die Insiderinformation von einem Familienmitglied erhalten wurde. Im letzten Fall liegt dann keine Treuepflicht vor, wenn das Familienmitglied davon ausgehen konnte, dass die Information nicht vertraulich weitergegeben wurde.

---

<sup>998</sup> *United States v. Libera*, 989 F.2d 596, 610 (2d Cir. 1993); *United States v. Chestman*, 903 F.2d 75 (2d Cir. 1990); *United States v. Carpenter*, 791 F.2d 1024 (2d Cir. 1986), affirmed 484 U.S. 19 (1987); *United States v. Newman*, 664 F.2d 12 (2d Cir. 1981), affirmed after remand, 722 F.2d 729 (2d Cir. 1983), cert. denied, 464 U.S. 863 (1983).

<sup>999</sup> K. Weber, Insiderrecht und Kapitalmarktschutz 130.

<sup>1000</sup> *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642.

<sup>1001</sup> „The classical theory targets a corporate insider's breach of duty to shareholders with whom the insider transacts; the misappropriation theory outlaws trading on the basis of nonpublic information by a corporate 'outsider' in breach of a duty owed not to a trading party, but to the source of the information.“ *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. at 652-653. Insbesondere trifft einen Arbeitnehmer gegenüber seinem Arbeitgeber eine derartige Treuepflicht. Ebaugh, Insider trading liability for tippers and tippees: A call for the consistent application of the personal benefit test, 39 Texas Journal of Business Law 265, 274 (2003). So begründet auch ein Patienten-Psychiater Verhältnis eine derartige Treuepflicht, wenn ein Insider seinem Psychiater eine Insiderinformation in einem Therapiegespräch mitteilt. Der Psychiater darf die, auf diese Art erlangte, Information bei Wertpapiergeschäften nicht verwenden. *SEC v. Brody* Litigation Release No. 16313, 70 S.E.C. Docket 1685 (Sept. 29, 1999).

<sup>1002</sup> „A company's confidential information [...] qualifies as property to which the company has a right of exclusive use.“ *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. at 654 verweisend auf *Carpenter v. United States*, 484 U.S. 19, 25-27 (1987).

<sup>1003</sup> 17 C.F.R. §240.10b5-2.

#### 6.2.4. Insiderpapiere

Das US-amerikanische Kapitalmarktrecht bedient sich eines weiten Wertpapierbegriffs, der in § 3(a)(10) SEA<sup>1004</sup> definiert wird. Demnach sind als Wertpapiere (*securities*) nicht nur Aktien, Anleihen, Optionen und Futures sondern auch verschiedenste vertragliche Vereinbarungen, die von Anlegern aufgrund von Gewinnerwartungen abgeschlossen werden, zu verstehen.<sup>1005</sup> § 10(b) SEA und Rule 10b-5 ist auch auf Wertpapiere anwendbar, die von der Registrierungs-pflicht gemäß § 12 SEA ausgenommen sind.

#### 6.2.5. Insiderinformation

Rule 10b-5-1(a) definiert eine Insiderinformation als eine öffentlich nicht bekannte (*nonpublic*) wesentliche (*material*) Information. Eine Konkretisierung dieser Begriffe erfolgte durch die Rechtsprechung. Diese hat als Insiderinformation unter anderem Gewinnsschätzungen, Informationen über bedeutende Transaktionen, personelle Veränderungen im Verwaltungsrat oder wichtige Gerichts- oder Ermittlungsverfahren von Behörden qualifiziert.<sup>1006</sup> Insiderinformationen können daher nicht nur im Einflussbereich des Emittenten entstehen, sondern grundsätzlich auch Marktdaten sein.<sup>1007</sup>

##### a) *Nonpublic Information*

Eine Information ist öffentlich nicht bekannt, solange sie nicht durch Medien mit einer großen Reichweite unter dem Anlagepublikum verbreitet wurde.<sup>1008</sup> Die SEC vertritt ebenfalls die An-

---

<sup>1004</sup> „The term 'security' means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, certificate of interest or participation in any profit-sharing agreement or in any oil, gas, or other mineral royalty or lease, any collateral-trust certificate, preorganization certificate or subscription, transferable share, investment contract, voting-trust certificate, certificate of deposit for a security, any put, call, straddle, option, or privilege on any security, certificate of deposit, or group or index of securities (including any interest therein or based on the value thereof), or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or in general, any instrument commonly known as a 'security'; or any certificate of interest or participation in, temporary or interim certificate for, receipt for, or warrant or right to subscribe to or purchase, any of the foregoing; but shall not include currency or any note, draft, bill of exchange, or banker's acceptance which has a maturity at the time of issuance of not exceeding nine months, exclusive of days of grace, or any renewal thereof the maturity of which is likewise limited.” § 3(a)(10) SEA.

<sup>1005</sup> Diese Definition stimmt nach Ansicht des Supreme Courts mit jener gemäß § 2(a)(1) SA überein. Vgl. *SEC v. United Benefit Life Ins. Co.*, 387 U.S. 202, 211 (1967); *SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344, 352-353 (1943).

<sup>1006</sup> *Berkeley*, Form of summary memorandum and sample corporate policy on insider trading, SM052 ALI-ABA 523, 526 (2007).

<sup>1007</sup> Vgl. *Freeman v. Decio*, 584 F.2d 186, 199-200 (1978).

<sup>1008</sup> „Proper and adequate disclosure of significant corporate developments can only be effected by a public release through the appropriate public media, designed to achieve a broad dissemination to the investing public generally and without favoring any special person or group.” *In re Faherger, Inc.*, 45 S.E.C. 249, 256 (1973) zitiert in *Dirks v. SEC*, 463 U.S. at 653 n 12.

sicht, dass eine Information erst dann öffentlich bekannt wird, wenn sie für die Anleger auf allgemein zugängliche Art und Weise veröffentlicht wird.<sup>1009</sup>

Öffentlich bekannt wird eine Information nicht bereits mit der Übermittlung der Information an die Medien. In *SEC v Texas Gulf Sulphur* wurde vom Gericht darüber hinaus festgehalten, dass selbst die Veröffentlichung einer Information in den Medien noch nicht mit dem öffentlichen Bekanntwerden derselben gleichzusetzen ist. Vielmehr komme es darauf an, dass die Öffentlichkeit Gelegenheit gehabt hat, von der Veröffentlichung Kenntnis zu nehmen.<sup>1010</sup> Die Dauer dieser Wartezeit wird von der Rechtsprechung nicht näher definiert. Sie ist aber jedenfalls dann ausreichend gegeben, wenn sich die Information bereits auf den Börsenkurs ausgewirkt hat.<sup>1011</sup>

### b) *Material Information*

Die Rechtsprechung hat verschiedene Standards für die Beurteilung der Wesentlichkeit einer Information entwickelt. Während der 7<sup>th</sup> Circuit alle Umstände als wesentliche Information einstuft, die von einem vernünftigen Anleger in Betracht gezogen werden könnten,<sup>1012</sup> wählten der 2<sup>nd</sup> und 5<sup>th</sup> Circuit einen weniger ausladenden Ansatz, indem darauf abgestellt wurde, ob ein vernünftiger Anleger die gegenständlichen Umstände als wichtig einstufen würde.<sup>1013</sup> Diese unterschiedliche Rechtsprechung wurde durch die Entscheidung des Supreme Courts in *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*<sup>1014</sup> beendet. Der Supreme Court entschied, dass eine Information wesentlich ist, wenn es wahrscheinlich ist, dass aus Sicht eines vernünftigen Investors die Kenntnis dieser Information zu einer erheblichen Änderung des Informationsangebots geführt hätte.<sup>1015</sup> Es kommt daher darauf an, ob die Information die Erwägungen eines vernünftigen Investors wahrscheinlich beeinflusst hätte.

<sup>1009</sup> Punkt II(B)(2) der Verordnungsbegründung zu Regulation FD. *SEC*, Release No. 34-43154, 65 Fed. Reg. 51716 (Aug. 24, 2000).

<sup>1010</sup> „[...] where the news is of a sort which is not readily translatable into investment action, insiders may not take advantage of their advance opportunity to evaluate the information by acting immediately upon dissemination.” *SEC v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d at 854 n 18.

<sup>1011</sup> „The issue is not the number of people who possess it but whether their trading has caused the information to be fully impounded into the price of the particular stock. Once the information is fully impounded in price, such information can no longer be misused by trading because no further profit can be made.” *United States v. Libera*, 989 F.2d at 601; *United States v. Cusimano*, 123 F.3d 83 (2d Cir.1997).

<sup>1012</sup> *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 512 F.2d 324, 330 (7th Cir. 1975).

<sup>1013</sup> *Gerstle v. Gamble-Skogmo, Inc.*, 478 F.2d 1281, 1301-1302 (2d Cir. 1973); *Smallwood v. Pearl Brewing Co.*, 489 F.2d 579, 603-604 (5<sup>th</sup> Cir, 1974).

<sup>1014</sup> *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976).

<sup>1015</sup> „[...] there must be a substantial likelihood that the disclosure [...] would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the 'total mix' of information made available.” *TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. at 449. Dieser Standard wurde vom Supreme Court in *Basic, Inc. v. Levinson* ausdrücklich auf § 10(b) SEA und Rule 10b-5 anwendbar erklärt. *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224, 231-232 (1988).

Die Wesentlichkeit einer Information ergibt sich zudem daraus, ob sie präzise ist. Allgemeine und unspezifische Informationen sind nicht präzise genug, um eine wesentliche Information iSv § 10(b) SEA und Rule 10b-5 zu sein.<sup>1016</sup>

Die Auswirkung einer Information auf den Börsenkurs ist als Indikator für die Beurteilung der Wesentlichkeit einer Information heranzuziehen,<sup>1017</sup> wobei zu berücksichtigen ist, ob das gegenständliche Wertpapier eine große Volatilität aufweist.<sup>1018</sup> Starre Schwellenwerte werden hingegen abgelehnt. Vielmehr wird von der Judikatur eine Gesamtschau unter Betrachtung aller relevanten Umstände gefordert.<sup>1019</sup>

Weiters kann auch das Verhalten der Personen, die Kenntnis von der Information erlangen, als Indikator für deren Wesentlichkeit herangezogen werden.<sup>1020</sup> Dies trifft insbesondere zu, wenn diese Personen nach Kenntniserlangung Wertpapiergeschäfte abschließen.<sup>1021</sup>

Sofern ein wesentliches Ereignis noch nicht eingetreten ist, stellt sich die Frage, ob bzw. unter welchen Voraussetzungen dieses bereits als wesentliche Information anzusehen ist. Der 3<sup>rd</sup> Circuit hatte hierfür den sogenannten *agreement-in-principle* Test entwickelt. Demnach wird eine Information erst dann wesentlich, wenn sämtliche relevanten Parameter festgelegt sind. Bei M&A Transaktionen würde daher nicht bereits ab den Vertragsverhandlungen, sondern erst ab Festlegung des Preises und der finalen Transaktionsstruktur eine wesentliche Information vorliegen.<sup>1022</sup> Dieser Standard wurde schließlich vom Supreme Court in *Basic v Levinson* abgelehnt und stattdessen der vom 2<sup>nd</sup> Circuit in *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co* angewendete *probability/magnitude* Test übernommen.<sup>1023</sup> Bei diesem Test wird die Eintrittswahrscheinlichkeit des Ereignisses mit dessen Auswirkung auf den Emittenten abgewogen. Je größer die voraussichtli-

---

<sup>1016</sup> Vgl. *In re Allaire Corp. Sec. Litig.*, 224 F. Supp. 2d 319, 333 (D. Mass. 2002); *SEC v. Monarch Fund*, 608 F.2d 938, 942 (2d Cir. 1979); *SEC v. Bausch & Lomb, Inc.*, 565 F.2d 8, 15 (2d Cir. 1977).

<sup>1017</sup> *In re Lucent Techs. Inc. Sec. Litig.*, 217 F. Supp. 2d 529, 543 (D.N.J. 2002).

<sup>1018</sup> Bei besonders volatilen Aktien kann auch eine negative Beeinflussung des Börsenkurses um 10% noch als nicht wesentlich erachtet werden. *In re Allied Capital Corp. Sec. Litig.*, 2003 U.S. Dist. LEXIS 6962, 2003 WL 1964184, \*6 (S.D.N.Y. 2003).

<sup>1019</sup> *In re Lucent Techs. Inc. Sec. Litig.*, 217 F. Supp. 2d at 543; *Ganino v. Citizens Utilities Co*, 228 F.3d 154, 165 (2d Cir. 2000).

<sup>1020</sup> *SEC v. Texas Gulf Sulphur*, 401 F.2d at 851.

<sup>1021</sup> *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. at 241 n 18; *Rothberg v. Rosenbloom*, 771 F.2d 818, 821 (3d Cir. 1985).

<sup>1022</sup> *Greenfield v. Heublein, Inc.*, 742 F.2d 751, 757 (3d Cir. 1984), cert. denied, 469 U.S. 1215 (1985); *Staffin v. Greenberg*, 672 F.2d 1196 (3d Cir. 1982). Der *agreement-in-principle* Test wurde vom 7<sup>th</sup> Circuit übernommen. *Flamm v. Eberstadt*, 814 F.2d 1169, 1174-1179 (7th Cir. 1987), cert. denied, 484 U.S. 853 (1987).

<sup>1023</sup> „Under such circumstances, materiality ‘will depend at any given time upon a balancing of both the indicated probability that the event will occur and the anticipated magnitude of the event in light of the totality of the company activity.’” *Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. at 238 verweisend auf *SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d at 849.

che Auswirkung des Ereignisses ist, desto geringer muss seine Eintrittswahrscheinlichkeit sein, um im Sinne des *probability/magnitude* Tests als wesentliche Information zu gelten.

### 6.2.6. Tathandlungen

#### a) *Handeln*

Die einzige Tathandlung, die von § 10(b) SEA und Rule 10b-5 ausdrücklich verboten wird, ist die Verwendung von Insiderinformationen beim Kauf oder Verkauf von Wertpapieren.

#### b) *Weitergeben*

Die Weitergabe von Insiderinformationen durch einen Tippgeber an einen Tippempfänger ist gesetzlich nicht geregelt, wurde aber von der Judikatur unter bestimmten Voraussetzungen als strafbar anerkannt. Die Weitergabe durch einen Tippgeber (*tipper*) ist strafbar, sofern dieser Insiderinformationen unter Verletzung einer Treuepflicht oder eines Vertrauensverhältnisses gegenüber der Quelle dieser Informationen weitergeben hat,<sup>1024</sup> um einen persönlichen Vorteil zu erzielen<sup>1025</sup> und der Tippempfänger (*tippee*) diese Information beim Kauf oder Verkauf von Wertpapieren verwendet hat.<sup>1026</sup>

Der Tippempfänger unterliegt dem Transaktionsverbot nur dann, wenn er wusste oder wissen hätte müssen, dass es sich um eine Insiderinformation handelt, diese vom Tippgeber unter Verletzung einer Treuepflicht oder eines Vertrauensverhältnisses gegenüber der Quelle dieser Information weitergeben wurde und der Tippgeber dadurch direkt oder indirekt einen Vorteil erlangen wollte.<sup>1027</sup>

#### c) *Empfehlen*

Der Tippgeber wird unter den für die Weitergabe geschilderten Voraussetzungen auch strafbar, wenn er nicht die Insiderinformation selbst weitergibt, sondern eine Kauf- oder Verkaufsempfehlung in Kenntnis dieser Information an den Tippempfänger erteilt.<sup>1028</sup> Der Tippempfänger unter-

<sup>1024</sup> *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. at 652-653.

<sup>1025</sup> Es ist jedoch nicht erforderlich, dass der Tippgeber tatsächlich einen Vorteil erzielt hat. *SEC v. Warde*, 151 F.3d 42 (2d Cir. 1998). Die Rechtsprechung über die Tatbestandsvoraussetzung, dass der Tippgeber einen persönlichen Vorteil erzielen will, ist uneinheitlich. *Ebaugh*, Insider trading liability for tippers and tippees: A call for the consistent application of the personal benefit test, 39 Texas Journal of Business Law 265, 268 (2003).

<sup>1026</sup> *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner, & Smith, Inc.*, 495 F.2d 228, 237 (2d Cir. 1974).

<sup>1027</sup> *SEC v. Yun*, 327 F.3d 1263, 1277-1278 (11th Cir. 2003); *United States v. O'Hagan*, 521 U.S. at 652-653; *United States v. Libera*, 989 F.2d at 600; *Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner, & Smith, Inc.*, 495 F.2d at 237.

<sup>1028</sup> „Thus, anyone in possession of material inside information must either disclose it to the investing public, or, if he is disabled from disclosing it in order to protect a corporate confidence, or he chooses not to do so, must abstain from trading in or recommending the securities concerned while such inside information remains undisclosed.”

liegt dem Transaktionsverbot nur dann, wenn er wusste oder wissen hätte müssen, dass die Empfehlung in Kenntnis einer Insiderinformation erteilt wurde.<sup>1029</sup>

### 6.2.7. Subjektive Tatseite

§ 10(b) SEA und Rule 10b-5 enthalten keine Aussage darüber, ob es sich bei Insiderhandel um eine Vorsatztat handelt oder ob Fahrlässigkeit genügen würde. Gemäß § 32(a) SEA muss der Täter vorsätzlich handeln (*willful violation*), um einen strafbaren Verstoß gegen die Insiderverbote zu begehen. Ob auch grobe Fahrlässigkeit (*recklessness*) genügt ist strittig. Während der 8<sup>th</sup> Circuit<sup>1030</sup> dies verneint, lassen der 6<sup>th</sup> und 9<sup>th</sup> Circuit<sup>1031</sup> grobe Fahrlässigkeit genügen.

Mit der für Schadenersatzklagen erforderlichen subjektiven Tatseite hat sich der Supreme Court erstmals 1976 im Fall *Ernst & Ernst v. Hochfelder*<sup>1032</sup> auseinandergesetzt und entschieden, dass eine wissentlich begangene Tat (*scienter*) vorliegen muss.<sup>1033</sup> Diese Sicht wurde vom Supreme Court in *Aaron v. SEC*<sup>1034</sup> auf verwaltungsstrafrechtliche Verfahren ausgedehnt, mit denen Rule 10b-5 durchgesetzt werden soll.<sup>1035</sup> Damit die *scienter* Voraussetzung gegeben ist, muss auf der subjektiven Tatseite Folgendes vorliegen: „[...] *a mental state embracing intent to deceive, manipulate, or defraud.*“<sup>1036</sup>

Beide zuvor genannten Supreme Court Entscheidungen ließen die Frage offen, ob in Zivil- und Verwaltungsstrafverfahren auch grobe Fahrlässigkeit (*recklessness*)<sup>1037</sup> unter den Begriff des

---

*SEC. v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401. F.2d at 848; *SEC, SEC v. Schmidt and Whitehurst* Litigation Release No. 15352 (Apr. 29,1997).

<sup>1029</sup> *SEC, SEC v. Lane et al.* Litigation Release No. 15549 (Nov. 4, 1997).

<sup>1030</sup> *United States v. O'Hagan*, 139 F.3d 641, 647 (8th Cir. 1998).

<sup>1031</sup> *United States v. Tarallo*, 380 F.3d 1174, 1188 (9th Cir. 2004); *United States v. DeSantis*, 134 F.3d 760, 764 (6th Cir. 1998).

<sup>1032</sup> *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185.

<sup>1033</sup> „Each of the provisions of the 1934 Act that expressly create civil liability, except those directed to specific classes of individuals such as directors, officers, or 10% beneficial holders of securities, [...], contains a state-of-mind condition requiring something more than negligence.“ *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. at 209 n 28.

<sup>1034</sup> *Aaron v. SEC*, 446 U.S. 680 (1980).

<sup>1035</sup> „In our view, the rationale of *Hochfelder* ineluctably leads to the conclusion that *scienter* is an element of a violation of § 10(b) and Rule 10b-5, regardless of the identity of the plaintiff or the nature of the relief sought.“ *Aaron v. SEC*, 446 U.S. at 691.

<sup>1036</sup> *Aaron v. SEC*, 446 U.S. at 686 n 5; *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. at 193 n. 12. Jedoch stellt die US-amerikanische Praxis keinen allzu hohen Maßstab an den Beweis des Vorsatzes. *Koenig*, Das Verbot von Insiderhandel 202.

<sup>1037</sup> „[...] *an extreme departure from the standards of ordinary care, and which presents a danger [...] that is either known to the defendant or is so obvious that the actor must have been aware of it.*“ *Franke v. Midwestern Oklahoma Development Authority*, 428 F.Supp. 719 (W.D.Okla. 1976); *Sundstrand Corp. v. Sun Chemical Corp.*, 553 F.2d 1033, 1044-1045 (7th Cir. 1977), cert. denied, 434 U.S. 875 (1977).

*scienter* subsumiert werden kann.<sup>1038</sup> Die bisherige Rechtsprechung der Mehrzahl der Circuits hat grobe Fahrlässigkeit als ausreichend anerkannt, wobei dieser Standard von den Gerichten nicht einheitlich angewendet wird.<sup>1039</sup>

Eine weitere Debatte hat sich über die Frage entzündet, ob bloße Kenntnis der Insiderinformation genügt (*possession*) oder ob der Insider sein Wissen beim Geschäftsabschluss aktiv nutzen muss (*use*). Ausgangspunkt für diese Diskussion war die Supreme Court Entscheidung in *Chiarella v. United States*, in der sich dieser ausdrücklich dem Ansatz angeschlossen hat, der Insider habe entweder die Insiderinformation gegenüber dem Geschäftspartner offenzulegen oder von der Transaktion Abstand zu nehmen (*disclose or abstain*).<sup>1040</sup> Aus Gründen der leichteren Beweisbarkeit vertrat die SEC die Position, dass eine kausale Verbindung zwischen dem Geschäftsabschluss und der Nutzung der Insiderinformation nicht erforderlich sei.<sup>1041</sup> 1998 wurde diese Ansicht in zwei Entscheidungen zurückgewiesen. Während sich in *United States v. Smith* der 9<sup>th</sup> Circuit dafür aussprach, dass dem Insider die Nutzung der Insiderinformation zu beweisen sei,<sup>1042</sup> hielt der 11<sup>th</sup> Circuit in *SEC v. Adler* fest, dass die Kenntnis einer Insiderinformation alleine noch nicht ausreicht. Dem Insider obliege jedoch der Beweis, dass er die Insiderinformation nicht verwendet hat.<sup>1043</sup> Als Antwort auf diese widersprüchlichen Entscheidungen hat die SEC im Jahr 2000 Rule 10b5-1<sup>1044</sup> erlassen, die die widerlegliche Vermutung aufstellt, dass ein Insider eine Insiderinformation verwendet hat, wenn dieser zum Zeitpunkt seiner Anlageentscheidung über das Vorliegen einer Insiderinformation in Kenntnis war. Diese Vermutung ist gemäß Rule 10b5-1(c) beispielsweise widerlegbar, wenn der Insider beweist, dass er bereits einen wirksamen Kaufvertrag über die Insiderpapiere abgeschlossen hatte, bevor er Kenntnis von der Insiderinformation erlangte. Dasselbe gilt für Handelsprogramme, bei denen die wesentlichen Parameter, insbesondere Preis und Anzahl der zu erwerbenden oder zu verkaufenden Wert-

<sup>1038</sup> „In certain areas of the law, recklessness is considered to be a form of intentional conduct for purposes of imposing liability for some act. We need not address here the question whether, in some circumstances, reckless behavior is sufficient for civil liability under § 10(b) and Rule 10b-5.” *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. at 193 n. 12. Dieselbe Frage wurde vom Supreme Court auch in *Aaron v. SEC*, 446 U.S. at 686 n 5, nicht beantwortet.

<sup>1039</sup> Zusammenfassend *Steinberg*, Securities Regulation (2005) § 7.02[2].

<sup>1040</sup> *Chiarella v. United States*, 445 U.S. at 227 verweisend auf *In Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 at 911.

<sup>1041</sup> Der von der SEC vertretene *knowing possession test* wurde durch ein *dictum* in der Entscheidung *United States v. Teicher*, 987 F.2d 112 at 120 (2d Cir. 1993), unterstützt.

<sup>1042</sup> „[...] *Rule 10b-5 requires that the government prove causation in insider trading prosecutions.*” *United States v. Smith*, 155 F.3d 1051, 1067 (9th Cir. 1998).

<sup>1043</sup> „[...] *when an insider trades while in possession of material nonpublic information, a strong inference arises that such information was used by the insider in trading. The insider can attempt to rebut the inference by adducing evidence that there was no causal connection between the information and the trade--i.e., that the information was not used.*” *SEC v. Adler*, 137 F.3d 1325, 1337 (11th Cir.1998).

<sup>1044</sup> 17 C.F.R. § 240.10b5-1.

papiere, vorab festgelegt worden sind, und der Insider im Nachhinein keinen Einfluss mehr auf die Durchführung dieses Programms nehmen konnte.

### 6.2.8. Unternehmensstrafrecht

Das US-amerikanische Bundesstrafrecht anerkennt die strafrechtliche Verantwortlichkeit des Unternehmens für das Handeln ihrer Organmitglieder, Mitarbeiter und sonstigen Vertreter auf Grundlage der *respondeat superior* Doktrin, die dem zivilrechtlichen Schadenersatzrecht entstammt.<sup>1045</sup> Diese Verantwortlichkeit für fremdes Verschulden (*strict vicarious liability*) wurde vom Supreme Court erstmals 1909 in der Entscheidung *New York Central R. Co. v. United States* bejaht:

„While the law should have regard to the rights of all, and to those of corporations no less than to those of individuals, it cannot shut its eyes to the fact that the great majority of business transactions in modern times are conducted through these bodies, and particularly that interstate commerce is almost entirely in their hands, and to give them immunity from all punishment because of the old and exploded doctrine that a corporation cannot commit a crime would virtually take away the only means of effectually controlling the subject matter and correcting the abuses aimed at.“<sup>1046</sup>

Obwohl die Lehre die Anwendung der zivilrechtlichen *respondeat superior* Doktrin auf die strafrechtliche Verantwortlichkeit von Unternehmen anhaltend kritisiert, wird diese Rechtsprechung von den US-Bundesgerichten aufrechterhalten.<sup>1047</sup>

Nach US-amerikanischem Bundesstrafrecht ist ein Unternehmen für das Handeln seiner Organmitglieder, Mitarbeiter und sonstigen Vertreter<sup>1048</sup> strafrechtlich verantwortlich, wenn diese innerhalb ihres pflichtgemäßen Aufgabenbereichs gehandelt haben (*within their scope of employ-*

---

<sup>1045</sup> *Gobert/Punch*, Rethinking Corporate Crime (2003) 55; *Gruner*, Corporate Criminal Liability and Prevention (2004) § 3.01 3-4. „Applying the principle governing civil liability, we go only a step farther in holding that the act of the agent, while exercising the authority delegated to him to make rates for transportation, may be controlled, in the interest of public policy, by imputing his act to his employer and imposing penalties upon the corporation for which he is acting in the premises.“ *New York Central & Hudson River Railroad Co. v. United States*, 212 U.S. 481, 494-495 (1909). Die meisten Bundesstaaten anerkennen die strafrechtliche Verantwortung von Unternehmen, und viele davon wenden die *respondeat superior* Doktrin in ähnlicher Weise wie das Bundesrecht an. *Gruner*, Corporate Criminal Liability and Prevention § 7.01 7-2, § 7.02 7-8.

<sup>1046</sup> *New York Central & Hudson River Railroad Co. v. United States*, 212 U.S. at 495-496.

<sup>1047</sup> Zusammenfassend zur Kritik der US-amerikanischen Lehre am Unternehmensstrafrecht *Lewis/Parker*, Strafbarkeit der juristischen Person (2001) 38 ff. So auch *Steinberg/Fletcher*, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1786 (1994); *Linklater/McElyea*, RIW 1994, 118.

<sup>1048</sup> *United States v. Jorgensen*, 144 F.3d 550, 560 (8th Cir. 1998); *United States v. Richmond*, 700 F.2d 1183, 1195 (8th Cir.1983); *United States v. Cincotta*, 689 F.2d 238, 241-242 (1st Cir.1982); *United States v. DeMauro*, 581 F.2d 50, 53 (2d Cir.1978).

ment or agency) und die Handlung zu Gunsten des Unternehmens hätte gereichen sollen (*with the intent to benefit the corporation*).<sup>1049</sup> Die Rechtsprechung stellt keine strengen Maßstäbe an das Tatbestandsmerkmal der Begehung einer Straftat im Rahmen des Beschäftigungsverhältnisses. Diese Voraussetzung wird als erfüllt angesehen, wenn das Unternehmen den Mitarbeiter mit effektiver oder auch bloß scheinbarer Befugnis zur Vornahme von Handlungen in seinem Namen ausgestattet hat (*actual or apparent authority*).<sup>1050</sup> Gleiches gilt, wenn die Handlung zwar außerhalb des Arbeitsbereiches eines Organmitglieds oder Mitarbeiters liegt, aber in Zusammenhang mit dessen Arbeit steht.<sup>1051</sup> Das Tatbestandsmerkmal der Handlung zu Gunsten des Unternehmens wird ebenfalls weit ausgelegt. Der Vorsatz, zu Gunsten des Unternehmens zu handeln, liegt vor, wenn dies neben anderen Motiven zumindest auch vom Vorsatz umfasst war.<sup>1052</sup> Weiters ist es nicht erforderlich, dass das Unternehmen tatsächlich von der Tat profitiert hat.<sup>1053</sup>

Die weite Interpretation der strafrechtlichen Verantwortung von Unternehmen wird von Teilen der Rechtsprechung durch die sogenannte *collective knowledge* Doktrin ergänzt. Demnach kann zur Prüfung der inneren Tatseite eines Straftatbestands eine kollektive Zusammenrechnung des Wissens mehrerer Mitarbeiter über einen straftatrelevanten Sachverhalt erfolgen. Dies kann dazu führen, dass dem Unternehmen Wissen zugerechnet wird, über das kein einziger Unternehmensangehöriger in seiner Gesamtheit sondern jeder nur in Teilbereichen verfügt hat.<sup>1054</sup>

---

<sup>1049</sup> „A corporation is legally bound by the acts or statements of its agents done or made within the scope of their employment, and within their apparent authority, acts done within the scope of employment and acts done on behalf of or to the benefit of a corporation, and directly related to the performance of the type duties the employee has general authority to perform.” *United States v. Basic Construction Co.*, 711 F.2d 570 (4th Cir. 1983). So auch *United States v. Automated Medical Laboratories*, 770 F.2d 399 (4th Cir. 1985); *United States v. Cincotta*, 689 F.2d at 241-42. *Gruner*, Corporate Criminal Liability and Prevention § 3.03[2] 3-14; *Huff*, The Role of Corporate Compliance Programs in Determining Corporate Criminal Liability: A Suggested Approach, 96 Columbia Law Review 1252, 1256 (1996).

<sup>1050</sup> *United States v. Potter*, 463 F.3d 9, 25 (1st Cir. 2006); *In re Hellenic, Inc.*, 252 F.3d 391, 395 (5th Cir. 2001); *United States v. A & P Trucking Co.*, 358 U.S. 121, 126 (1958).

<sup>1051</sup> *New York Central & Hudson River Railroad Co. v. United States*, 212 U.S. at 494-495.

<sup>1052</sup> „[...] acts are motivated, at least in part, by an intent to benefit the corporation.” *United States v. Potter*, 463 F.3d at 25; *United States v. One Parcel of Land*, 965 F.2d 311, 316 (7th Cir. 1992); *United States v. Automated Medical Laboratories, Inc.*, 110 F.2d 399; *Zero v. United States*, 459 U.S. 991 (1982).

<sup>1053</sup> *United States v. Automated Medical Laboratories, Inc.*, 110 F.2d at 407; *United States v. Carter*, 311 F.2d 934, 943 (6th Cir.); *Old Monastery Co. v. United States*, 147 F.2d 905, 908 (4th Cir. 1945).

<sup>1054</sup> „A corporation cannot plead innocence by asserting that the information obtained by several employees by any one individual who then would have comprehended its full import. Rather, the corporation is considered to have acquired the collective knowledge of its employees and is held responsible for their failure to act accordingly.” *United States v. Bank of New England*, 821 F.2d 844, 856 (1st Cir. 1987), cert. denied, 484 U.S. 943 (1987). So auch *United States v. TIME-DC, Inc.*, 381 F.Supp. 730, 738 (W.D. Va. 1974); *Riss & Company v. United States*, 262 F.2d 245, 250 (8th Cir. 1958); *Inland Freight Lines v. United States*, 191 F.2d 313, 315 (10th Cir. 1951).

Unabhängig von einer strafrechtlichen Verantwortlichkeit kann eine juristische Person auch als *controlling person* gemäß § 20(a) SEA schadenersatzpflichtig und gemäß § 21A SEA zu einer Geldstrafe verurteilt werden.<sup>1055</sup> Das Verhältnis der *respondeat superior* Doktrin zur *controlling person liability* ist gesetzlich nicht geregelt, jedoch wird davon ausgegangen, dass diese nebeneinander bestehen.<sup>1056</sup>

### 6.2.9. Strafe

#### a) *Strafdrohung*

Ein Verstoß gegen die Insiderverbote kann gemäß § 32(a) SEA mit einer Geldstrafe von bis zu 5 Millionen USD und einer Freiheitsstrafe von bis zu 20 Jahren bestraft werden. Bei juristischen Personen kann die Geldstrafe bis zu 25 Millionen USD betragen.

Die SEC könnte auch bei Gericht eine Klage auf Verhängung einer Geldbuße (*civil penalty*) gegen den Täter gemäß § 21A(a)(1) u (2) SEA einbringen. Die Höhe dieser Geldstrafe würde sich am erzielten Gewinn bzw. vermiedenen Verlust orientieren und ist jedenfalls mit dem dreifachen Gewinn begrenzt. Darüber hinaus gewährt § 20A SEA geschädigten Anlegern, die zeitgleich mit dem Insidergeschäft Wertpapiergeschäfte mit dem Insiderpapier abgeschlossen haben, den Insiderhändler binnen fünf Jahren nach der Tat auf Schadenersatz zu klagen.<sup>1057</sup>

#### b) *Versuch*

Im Gegensatz zu etlichen anderen Bestimmungen des SEA ist gemäß Wortlaut von § 10(b) und Rule 10b-5 der Versuch nicht ausdrücklich strafbar. Die SEC bemühte sich zweimal um eine Gesetzesänderung, scheiterte jedoch in beiden Fällen. Aus diesen Umständen schloss der Supreme Court in *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, dass der versuchte Verstoß gegen diese Vorschriften nicht verboten ist.

Eine Versuchsstrafbarkeit könnte sich jedoch aus dem im Jahr 2002 erlassenen § 807 SOA ergeben, der auch den versuchten wissentlichen Betrug im Zusammenhang mit börsennotierten Wert-

---

<sup>1055</sup> Dazu ausführlich Kapitel 6.2.9(g).

<sup>1056</sup> *Ferrara/Nagy/Thomas*, Insider Trading & The Wall § 6.02 [3].

<sup>1057</sup> Da die Haftungstatbestände des SEA von Klägern unabhängig voneinander geltend gemacht werden, ist in der Praxis das Haftungsrisiko bedeutsam. *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375; *In re Gap Stores Securities Litigation*, 79 F.R.D. 283, 307 (N.D. Cal. 1978).

papieren unter gerichtliche Strafe stellt. Ob diese Vorschrift auch praktische Relevanz für die Bekämpfung von Verstößen gegen die Insiderverbote erlangen wird, ist unklar.<sup>1058</sup>

**c) Unterlassung**

§ 10b SEA verlangt ein missbräuchliches Verhalten in Zusammenhang mit dem Kauf oder Verkauf von Wertpapieren. Daher scheidet eine Strafbarkeit von vornherein aus, wenn kein Geschäft getätigt, keine Insiderinformation weitergeben oder keine Empfehlung erteilt wird.<sup>1059</sup>

**d) Beihilfe**

Beitragstätter können gemäß § 20(e) SEA verfolgt werden, wenn sie einem Dritten wissentlich einen wesentlichen Beitrag zur Verletzung des SEA oder einer auf Grundlage des SEA erlassenen Verordnungen geleistet haben.

**e) Abschöpfung**

Das Gericht kann gemäß § 21(d)(5) SEA auf Antrag der SEC die Abschöpfung (*disgorgement*) der Bereicherung bzw. von Erlösen aus dem Insidergeschäft anordnen. Hierbei handelt es sich um eine billigkeitsrechtliche Sanktion.<sup>1060</sup> Der abzuschöpfende Betrag ist die Differenz zwischen dem Preis der Wertpapiere zum Zeitpunkt der Transaktion und dem Börsenkurs der Wertpapiere, nachdem der Markt die Veröffentlichung der Insiderinformation aufgenommen hat.<sup>1061</sup> Bei der Berechnung des abzuschöpfenden Betrags kommt dem Gericht ein großer Ermessensspielraum zu.<sup>1062</sup>

**f) Verjährung**

Weder § 10(b) noch Rule 10b-5 sehen eine Verjährungsfrist für strafbaren Insiderhandel vor. Daher kommt gemäß 28 USC § 3282(a) die allgemeine Verjährungsfrist von 5 Jahren zur Anwendung.

<sup>1058</sup> Ferrara/Nagy/Thomas, Insider Trading & The Wall § 2.03[2].

<sup>1059</sup> Vgl. § 2.01(3) Model Penal Code.

<sup>1060</sup> Ferrara/Nagy/Thomas, Insider Trading & The Wall § 4.02[2]; *SEC v. Manor Nursing Centers, Inc.*, 458 F.2d 1082, 1104 (2d Cir. 1972); *SEC v. Blatt*, 583 F.2d 1325, 1335 (5th Cir. 1973).

<sup>1061</sup> „In an insider trading case, the proper amount of disgorgement is generally the difference between the value of the shares when the insider sold them while in possession of the material, nonpublic information, and their market value 'a reasonable time after public dissemination of the inside information.'” *SEC v. Happ*, 392 F.3d 12, 44 (1st Cir. 2004).

<sup>1062</sup> „The amount of disgorgement need only be a reasonable approximation of profits causally connected to the violation.” *SEC v. Happ*, 392 F.3d at 31. So auch *SEC v. Better Life Club of America, Inc.*, 995 F.Supp. 167 (D.D.C. 1998).

**g) Zivilrechtliche Konsequenzen**

Gestützt auf das implizite Klagerecht (*implied right of action*) gemäß Rule 10b-5, können geschädigte Anleger vom Täter Schadenersatz verlangen.<sup>1063</sup>

Darüber hinaus haften *controlling persons* gemäß § 20(a) SEA gesamtschuldnerisch für Schadenersatz wegen Verstößen gegen den SEA, die von Unternehmen oder Personen begangen werden, die von ihnen kontrolliert werden. Der Begriff der *controlling person* ist gesetzlich nicht definiert.<sup>1064</sup> Nach dem von der Mehrheit der Circuits angewandten *potential control test*<sup>1065</sup> wird darauf abgestellt, ob die *controlling person* im Allgemeinen Kontrolle über das Unternehmen ausüben konnte und ob ihr im Speziellen eine Kontrollmöglichkeit hinsichtlich der gegenständlichen strafbaren Handlung des Mitarbeiters zukam.<sup>1066</sup> Als *controlling person* kann daher nicht nur der Arbeitgeber gegenüber dem Arbeitnehmer, sondern auch ein Vorgesetzter gegenüber seinen Mitarbeitern qualifiziert werden.<sup>1067</sup>

Die *controlling person* kann jedoch die Einrede geltend machen, dass sie im guten Glauben gehandelt und die Tat des Mitarbeiters auch nicht veranlasst habe. Diese Einrede steht nicht zur Verfügung, wenn die *controlling person* keine angemessenen Maßnahmen zur Verhinderung derartiger Verstöße ergriffen hat oder bewusst oder grob fahrlässig den Verstoß nicht verhindert hat.<sup>1068</sup> Somit setzt eine Haftung zumindest einen groben Sorgfaltsverstoß voraus.<sup>1069</sup> Die Judikatur erwartet von *controlling persons*, die von dieser Einrede Gebrauch machen möchten, dass

---

<sup>1063</sup> *Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. at 380.

<sup>1064</sup> „The term control (including the terms controlling, controlled by and under common control with) means the possession, direct or indirect, of the power to direct or cause the direction of the management and policies of a person, whether through the ownership of voting securities, by contract, or otherwise.” 17 C.F.R. § 230.405. Die Gerichte zitieren regelmäßig diese Definition, wenden sie aber nicht immer an. *Massey*, Control person liability under section 20(A): Striking a balance of interests for plaintiffs and defendants, 6 Houston Business and Tax Law Journal 109, 114 (2005); *Steinberg*, Securities Regulation § 10.04.

<sup>1065</sup> Der *potential control test* wird nicht einheitlich in den Circuits angewendet. Vgl. *Harrison v. Dean Witter Reynolds, Inc.*, 974 F.2d 873, 881 (7th Cir. 1992); *Brown v. Enstar Group, Inc.*, 84 F.3d 393, 396-97 (11th Cir. 1996). Der 2<sup>nd</sup>, 3<sup>rd</sup> und 4<sup>th</sup> Circuit wenden Abwandlungen der *culpable participation theory* an, die auf die Leitungsbefugnis der *controlling person* und die schuldhaftige Mitwirkung an der Rechtsverletzung durch den Mitarbeiter abstellt. *Massey*, Control person liability under section 20(A): Striking a balance of interests for plaintiffs and defendants, 6 Houston Business and Tax Law Journal 109, 115 (2005).

<sup>1066</sup> *Metge v. Baehler*, 762 F.2d 621, 630-632 (8th Cir. 1985).

<sup>1067</sup> *Ferrara/Nagy/Thomas*, Insider Trading & The Wall § 6.02[1][a].

<sup>1068</sup> *Ingenito v. Bermec Corp.*, 441 F. Supp. 525, 533 (S.D.N.Y. 1977); *Barthe v. Rizzo*, 384 F. Supp. 1063, 1069 (S.D.N.Y. 1974); *Lanza v. Drexel Co.*, 479 F.2d 1277, 1306 (2d Cir. 1973). Besonders weitgehend der 5<sup>th</sup> Circuit: „[...] the burden on the controlling person is to establish that he did not act recklessly in inducing, either by his action or his inaction, the act or acts constituting the violation.” *G.A. Thompson & Co. v. Partridge*, 636 F.2d 945, 960 (5th Cir. 1981).

<sup>1069</sup> *Steinberg/Fletcher*, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1789 (1994). So auch ein dictum in *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. at 209 n 28.

ihr Compliance-Programm angemessene organisatorische Vorkehrungen und Schulungsmaßnahmen zur Verhinderung von Insiderhandel vorsieht, und dass bei Verdachtsfällen unverzüglich interne Ermittlungen aufgenommen und, sofern tatsächlich Verstöße vorliegen, angemessene Gegenmaßnahmen ergriffen werden.<sup>1070</sup>

Die gesamtschuldnerische Haftung besteht gemäß § 21(f)(2) SEA für die *controlling person* jedoch nur in jener Höhe, in der sie auch Verschulden trifft.<sup>1071</sup> Eine *controlling person* würde jedoch wohl nur als Beitragstäter in Frage kommen. Obwohl das US-amerikanische Recht die Ableitung einer zivilrechtlichen Haftung aus dem Verstoß gegen ein Strafgesetz (*implied right of action*) grundsätzlich zulässt, war es umstritten, ob ein Beitragstäter im Fall von Insiderhandel zivilrechtlich haftbar gemacht werden könne, bis der Supreme Court dies im 1994 ergangenen Urteil in *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*<sup>1072</sup> ablehnte. Diese Rechtslage wurde durch eine Gesetzesnovelle im Jahre 1995 bereinigt, die explizit die Haftung von Beitragstägern in § 20(e) SEA regelt.<sup>1073</sup>

Zusätzlich zur zivilrechtlichen Haftung kann die *controlling person* gemäß § 21A(a)(1) u (3) SEA von der SEC geklagt werden. Vom Gericht kann hierbei eine Geldstrafe (*civil penalty*) in Höhe von bis zu 1 Million USD oder dem dreifachen Gewinn, der erzielt wurde, oder dem Verlust, der vermieden wurde, verhängt werden. Voraussetzung ist gemäß § 21A(b) SEA, dass die *controlling person* wusste oder hätte wissen müssen, dass der Mitarbeiter gegen die Insiderverbote verstoßen wird und es nicht unterlassen hat, geeignete Vorkehrungen dagegen zu ergreifen.

#### 6.2.10. Sonderbestimmungen

##### a) *Einstweilige Verfügung*

Die SEC ist gemäß § 21(d)(1) SEA berechtigt, im Fall einer Verletzung der Insiderverbote eine einstweilige Verfügung gegen den Beschuldigten zu beantragen. Da es sich in diesen Fällen beim Beschuldigten zumeist um einen Gesellschaftsinsider handelt, kann ihm das Gericht gemäß § 21(d)(2) SEA auch die Ausübung seiner Funktion als Mitglied des Verwaltungsrats oder der Geschäftsleitung eines Emittenten bedingt oder unbedingt sowie zeitlich begrenzt oder unbe-

---

<sup>1070</sup> Vgl. SEC, Release No. 31657, 53 S.E.C. Docket 384 (Dec. 23, 1992); SEC v. Lum's, Inc., 365 F. Supp. 1046 (S.D.N.Y. 1973); SEC, Release No. 10174, 45 S.E.C. Docket 249 (May 25, 1973).

<sup>1071</sup> *Laperriere v. Vesta Insurance Group, Inc.*, 526 F.3d 715 (11th Cir. 2008).

<sup>1072</sup> *Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*, 511 U.S. 164 (1994).

<sup>1073</sup> *Soderquist/Gabaldon*, Securities Regulation<sup>4</sup> 503.

grenzt verbieten, sofern das Verhalten der betreffenden Person mit der Ausübung einer derartigen Funktion unvereinbar ist.

### **b) Belohnung**

Um die Verfolgung zu erleichtern, erlaubte § 21A(e) SEA der SEC eine Belohnung an Whistleblower zu bezahlen, die Informationen über Verstöße gegen die Insiderverbote der SEC mitteilten. Durch den Dodd-Frank Act wurde diese insiderspezifische Vorschrift durch eine allgemeine Whistleblower-Regelung in § 21F ersetzt.<sup>1074</sup>

Wird aufgrund der Informationen des Whistleblowers ein gerichtliches oder behördliches Verfahren wegen eines Verstoßes gegen eine kapitalmarktrechtliche Vorschrift eingeleitet, das mit einer Geldstrafe von über 1 Million USD endet, so hat die SEC an den Whistleblower eine Belohnung in Höhe von 10-30% der tatsächlich entrichteten Geldstrafe zu bezahlen.<sup>1075</sup> Die Festsetzung der Belohnung innerhalb dieser Bandbreite liegt gemäß § 21F(c)(1) SEA im Ermessen der SEC.

### **6.2.11. Aufsichtsbehörde**

1934 wurde die SEC als unabhängige Aufsichtsbehörde errichtet, die für die Überwachung des US-amerikanischen Kapitalmarkts und somit auch für Ermittlungen bei Verstößen gegen die Insiderverbote zuständig ist.

In der Praxis werden Ermittlungen der SEC zunächst auf informeller Basis durchgeführt. Das Ermittlungsverfahren wird erst bei Bestätigung der Verdachtslage mit dem Erlass eines formellen Beschlusses eröffnet.<sup>1076</sup> Gemäß § 21 SEA kommen der SEC bei der Verfolgung von Verstößen gegen die Insiderverbote weitgehende Ermittlungsbefugnisse zu. Insbesondere kann die SEC von jedermann Auskünfte im Zusammenhang mit möglichen Verletzungen der Insiderverbote verlangen und, soweit für die Ermittlungen erforderlich oder dienlich, Informationen über die angeblichen Rechtsverstöße veröffentlichen.<sup>1077</sup> Weiters kann sie unter Strafdrohung Zeugen

---

<sup>1074</sup> Siehe Kapitel 6.3.1(f).

<sup>1075</sup> Bis zur Novelle war die Prämie mit 10% der Geldstrafe limitiert und auf Verfahren wegen Verstoßes gegen die Insiderverbote beschränkt.

<sup>1076</sup> In diesem Beschluss werden die Parameter der Ermittlung festgelegt. Nach Abschluss einer Ermittlung kann die SEC eine Strafverfolgung einleiten, die über diese Parameter hinausgeht. *RNR Enters., Inc. v. SEC*, 122 F.3d 93 (2d Cir. 1997); *SEC v. Blinder, Robinson & Co.*, 681 F. Supp. 1 (D.C. Cir. 1987); *SEC v. Jerry T. O'Brien, Inc.*, 467 U.S. 735 (1984).

<sup>1077</sup> § 21(a)(1) SEA.

vorladen und die Herausgabe von Dokumenten fordern.<sup>1078</sup> Sie ist außerdem gemäß § 21(d)(1) SEA berechtigt, bei ihren Ermittlungen mit der Staatsanwaltschaft zu kooperieren und ihre Ermittlungsergebnisse an diese weiterzugeben. Die Staatsanwaltschaft kann in eigenem Ermessen entscheiden, ein Strafverfahren einzuleiten.<sup>1079</sup>

Auf Ersuchen ausländischer Aufsichtsbehörden kann die SEC gemäß § 21(a)(2) SEA ebenfalls Ermittlungen aufnehmen. Bei ihrer Entscheidung, dem Ersuchen nachzukommen, hat sie jedoch zu erwägen, ob sich die ausländische Aufsichtsbehörde bereit erklärt hat, bei Ermittlungen der SEC zu kooperieren, und ob die Einleitung von Ermittlungen den öffentlichen Interessen der USA zuwiderläuft. Die SEC hat 20 bilaterale Kooperationsabkommen abgeschlossen, die die internationale Zusammenarbeit bei Ermittlungsverfahren und beim Informationsaustausch regeln.<sup>1080</sup> Sie hat bereits in zahlreichen Ermittlungen mit ausländischen Behörden aktiv zusammengewirkt und unter anderem die Sicherstellung und Abschöpfung von Gewinnen aus Insiderhandel im Ausland erreicht.<sup>1081</sup> Die internationale Verfolgung stößt mitunter an praktische und rechtliche Grenzen. Beispielsweise kann ein Unternehmen im Zuge eines Ermittlungsverfahrens von der SEC aufgefordert werden, ermittlungsrelevante Dokumente offenzulegen, wobei dies nach ausländischem Recht einen Gesetzesverstoß darstellen würde. In *Societe Internationale Pour Participations Industrielles et Commerciales, S.A. v. Rogers* entschied der Supreme Court, dass die Verweigerung der Kooperation gerechtfertigt ist, wenn das Unternehmen aufgrund ausländischer Gesetze einem bestimmten Auftrag zur Offenlegung nicht nachkommen kann und kein Anzeichen für Schlechtgläubigkeit, insbesondere die bewusste Ausnützung ausländischen Rechts zum Zwecke der Umgehung US-amerikanischen Rechts, vorliegt.<sup>1082</sup>

---

<sup>1078</sup> § 21(b) und (c) SEA.

<sup>1079</sup> *Ferrara/Nagy/Thomas*, Insider Trading & The Wall § 1.02[1]. Zur Zulässigkeit von parallelen Verfahren der SEC und der Staatsanwaltschaft *SEC v. Dresser Industries, Inc.*, 628 F.2d 1368 (D.C. Cir. 1980); *U.S. v. Kordel*, 397 U.S. 1 (1970).

<sup>1080</sup> Darüber hinaus hat die SEC noch zahlreiche bilaterale Abkommen über technische Unterstützung, regulatorische Zusammenarbeit hinsichtlich Märkten und Marktteilnehmern und über gegenseitige Anerkennung abgeschlossen. SEC, Cooperative Arrangements with Foreign Regulators, [http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia\\_cooparrangements.shtml](http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_cooparrangements.shtml) (15.08.2011). Die Kooperation erfolgt darüber hinaus auch auf Basis von Mutual Legal Assistance Treaties, die vom U.S. Department of Justice mit anderen Staaten bzw. ausländischen Strafverfolgungsbehörden abgeschlossen wurden.

<sup>1081</sup> Vgl. *SEC v. Taher Suterwalla*, 06 Civ. 1446 DMS (LSP) (S.D. Cal.); *SEC v. Oleksandr Dorozhko*, 07 Civ. 9606 (NRB) (S.D.N.Y.); *SEC v. A.C.L.N., Ltd. et al*, 02 Civ. 7988 (S.D.N.Y.); *SEC v. Kan King Wong, Charlotte Ka On Wong Leung, Michael Leung Kai Hung and David Li Kwok Po*, 07 Civil Action No 3628 (SAS) (S.D.N.Y.)

<sup>1082</sup> *Societe Internationale Pour Participations Industrielles et Commerciales, S.A. v. Rogers*, 357 U.S. 197, 211-212 (1958).

2010 waren insgesamt 5.269 Ermittlungen der SEC wegen Verstößen gegen kapitalmarktrechtliche Vorschriften anhängig.<sup>1083</sup> Im Jahr zuvor waren es noch rund 200 weniger gewesen.<sup>1084</sup> Weiters hat die SEC im Jahr 2010 gegen 138 Insider 53 zivil- und verwaltungsstrafrechtliche Verfahren eingeleitet,<sup>1085</sup> 2009 aber nur 37 Verfahren gegen 85 Insider.<sup>1086</sup>

### 6.2.12. Flankenschutz

#### a) *Ad-hoc Publizitätspflicht*

Die SEC erließ im Jahr 2000 die Regulation Fair Disclosure (Regulation FD)<sup>1087</sup>, die eine selektive Weitergabe kursrelevanter (*material*), nicht öffentlich bekannter (*nonpublic*) Informationen<sup>1088</sup> durch Emittenten, deren Wertpapiere an einer US-amerikanischen Börse notieren, oder die gemäß § 15(d) SEA an die SEC berichtspflichtig sind, oder im Auftrag dieser Emittenten handelnde Personen, untersagt. Ziel dieser Verordnung ist es, allen Investoren einen gleichwertigen Zugang zu kursrelevanten und nicht öffentlich bekannten Informationen über Emittenten und deren Wertpapiere zu gewährleisten.<sup>1089</sup>

Obwohl das US-Kapitalmarktrecht, wie bereits erläutert, auf dem *full disclosure* Ansatz fußt, bestand bis zur Regulation FD keine gesetzliche Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung kursrelevanter, nicht öffentlich bekannter Informationen. Zwar wurde dies von der SEC als *best practice* gesehen<sup>1090</sup> und war nach diversen Börseordnungen auch erforderlich,<sup>1091</sup> gesetzlich waren im Wesentlichen aber nur periodische Meldepflichten vorgesehen. Daher konnte sich in den USA die Praxis etablieren, dass börsennotierte Gesellschaften kursrelevante, nicht öffentliche

---

<sup>1083</sup> SEC, Select SEC and Market Data Fiscal 2010, 19, <http://sec.gov/about/secstats2010.pdf> (15.08.2011).

<sup>1084</sup> SEC, Select SEC and Market Data Fiscal 2009, 19, <http://sec.gov/about/secstats2009.pdf> (15.08.2011).

<sup>1085</sup> SEC, Select SEC and Market Data Fiscal 2010, 3, <http://sec.gov/about/secstats2010.pdf> (15.08.2011).

<sup>1086</sup> SEC, Select SEC and Market Data Fiscal 2009, 3, <http://sec.gov/about/secstats2009.pdf> (15.08.2011).

<sup>1087</sup> SEC, Release No. 34-43154, 65 Fed. Reg. 51,716 (Aug. 24, 2000).

<sup>1088</sup> Die Regulation FD verzichtet auf eine Definition der Begriffe *material* und *nonpublic*, jedoch geben die erläuternden Bemerkungen der SEC dazu Aufschluss, die insbesondere auf die Entscheidungen *TSC Industries*, *Basic* und *Texas Gulf Sulphur* verweisen: „To fulfill the materiality requirement, there must be a substantial likelihood that a fact 'would have been viewed by the reasonable investor as having significantly altered the 'total mix' of information made available.' Information is nonpublic if it has not been disseminated in a manner making it available to investors generally.” SEC, Release No. 34-43154, 65 Fed. Reg. at 51,721 (Aug. 24, 2000).

<sup>1089</sup> Steinberg, Insider Trading, Selective Disclosure, And Prompt Disclosure: A Comparative Analysis, 22 University of Pennsylvania Journal of International Economic Law 635, 657 (2001). Über Kosten und Nutzen der Regulation FD wird eine kontroverse Debatte geführt. Vgl. *Bailey/Li/Mao/Zhong*, Regulation Fair Disclosure and Earnings Information: Market, Analyst, and Corporate Responses, 58 The Journal of Finance 2487 (2003); *Talosis*, Regulation FD-Fairly Disruptive? An Increase In Capital Market Inefficiency, 9 Fordham Journal of Corporate & Financial Law 637 (2004).

<sup>1090</sup> Vgl. SEC, Release No. 5092, 35 Fed. Reg. 16733 (Oct. 15, 1970).

<sup>1091</sup> Vgl. NYSE, Listed Company Manual § 202.05.

bekannte Informationen an Analysten und institutionelle Anleger weitergaben.<sup>1092</sup> Diese selektive Informationspolitik war gesetzeskonform, sofern sie erstens nicht durch die Erlangung persönlicher Vorteile motiviert war<sup>1093</sup> und zweitens nicht in Zusammenhang mit einem Übernahmeangebot erfolgte.<sup>1094</sup> Diese Rechtslage wurde zunehmend als unbefriedigend wahrgenommen, weil einerseits eine Informationsasymmetrie am Kapitalmarkt zu Ungunsten von Kleinanlegern herrschte und andererseits die ohnedies mühevoll verfolgte Unterscheidung zwischen legaler, selektiver Offenlegung und illegaler Weitergabe von Insiderinformationen zusätzlich erschwert wurde.

Erfolgt eine selektive Weitergabe von kursrelevanten, nicht öffentlich bekannten Informationen, die sich entweder auf den Emittenten selbst oder dessen Wertpapiere beziehen, so trifft den Emittenten gemäß Regulation FD zeitgleich die Pflicht, die Information der Öffentlichkeit zugänglich zu machen, wenn die selektive Weitergabe vorsätzlich oder grob fahrlässig erfolgte.<sup>1095</sup> In allen anderen Fällen ist die Information ohne unnötigen Aufschub zu veröffentlichen, sobald ein leitender Angestellter von der nicht vorsätzlichen oder grob fahrlässigen selektiven Offenlegung Kenntnis erlangt hat.<sup>1096</sup> Diese Publizitätspflicht ist jedoch zweifach eingeschränkt. Erstens muss die Informationen von Verwaltungsräten, leitenden Angestellten oder anderen Angestellten des Emittenten, die für Öffentlichkeitsarbeit oder Investor Relations zuständig sind, offengelegt worden sein. Zweitens wird eine Publizitätspflicht nur ausgelöst, wenn die Informationen gegenüber bestimmten Empfängergruppen offen gelegt werden. Zu diesen Empfängern zählen Wertpapierhändler, Anlageberater, Investmentgesellschaften und Aktionäre des Emittenten.<sup>1097</sup> Die Publizitätspflicht bei selektiver Informationsweitergabe an Aktionäre wird darüber hinaus nur dann ausgelöst, wenn es aufgrund der Umstände vorhersehbar ist, dass der Aktionär auf Grundlage der erhaltenen Information entweder Wertpapiere des Emittenten kaufen oder verkaufen wird. Des Weiteren sind vom Anwendungsbereich der Regulation FD Personen, die dem Emittenten eine Treue- bzw. Verschwiegenheitspflicht schulden (zB Anwälte, Investmentbanker

<sup>1092</sup> Steinberg, Insider Trading Regulation – A Comparative Analysis, 37 International Lawyer 153, 158-159 (2003).

<sup>1093</sup> „Whether disclosure is a breach of duty therefore depends in large part on the purpose of the disclosure. This standard was identified by the SEC itself in *Cady, Roberts*: a purpose of the securities laws was to eliminate ‘use of inside information for personal advantage.’ [...] Thus, the test is whether the insider personally will benefit, directly or indirectly, from his disclosure. Absent some personal gain, there has been no breach of duty to stockholders. And absent a breach by the insider, there is no derivative breach.” *Dirks v. SEC*, 463 U.S. at 662; Steinberg, Securities Regulation (2005) § 2.06[1].

<sup>1094</sup> 17 C.F.R. § 240.14e-3 (2010).

<sup>1095</sup> 17 C.F.R. § 243.100 (a)(1) (2010).

<sup>1096</sup> Unverzüglich bedeutet jedenfalls binnen 24 Stunden oder, sofern dies der spätere Zeitpunkt ist, vor Beginn des nächsten Handelstages an der New York Stock Exchange. 17 C.F.R. § 243.100 (a)(2) (2010).

<sup>1097</sup> 17 C.F.R. § 243.100 (b)(1) (2010).

oder Wirtschaftsprüfer) oder die Geheimhaltung der Information ausdrücklich zusichern, ausgeschlossen.<sup>1098</sup> Die Regulation FD verpflichtet den Emittenten nicht ausdrücklich eine interne Richtlinie für den Kontakt mit Analysten, Journalisten oder institutionellen Investoren zu erstellen, um eine Verletzung der Offenlegungspflicht zu verhindern.<sup>1099</sup> Jedoch hat die SEC in den erläuternden Bemerkungen zur Regulation FD den praktischen Nutzen und die weite Verbreitung derartiger interner Richtlinien betont und schloss daraus, dass die Existenz einer Richtlinie und deren Einhaltung Rückschlüsse auf den Grad des Verschuldens bei einem Verstoß gegen die Offenlegungspflichten zulassen.<sup>1100</sup>

Zur Erfüllung der Publizitätspflicht ist das Formular 8-K zu verwenden und an die SEC zu übermitteln.<sup>1101</sup> Alternativ dazu steht es dem Emittenten frei die Publizitätspflicht auf eine andere Art und Weise zu erfüllen, solange die Veröffentlichungsmethode geeignet ist, die Öffentlichkeit flächendeckend und leicht zugänglich über die offenzulegende Information zu informieren.<sup>1102</sup> Zur Durchsetzung dieser Publizitätspflicht kann die SEC eine Klage vor einem Zivil- oder Verwaltungsgericht wegen Verletzung der § 13(a) oder (d) SEA gegen den Emittenten einbringen. Wird die Publizitätspflicht nicht oder nicht rechtzeitig erfüllt, so stellt dies für sich alleine noch keinen Verstoß gegen die Rule 10b-5 dar.<sup>1103</sup> Weiters können Anleger etwaige Ansprüche gegen den Emittenten nicht direkt auf eine Verletzung der Regulation FD stützen.<sup>1104</sup>

Erst 2002 wurde durch den Erlass von § 409 SOA eine allgemeine anlassbezogene Publizitätspflicht in den USA eingeführt. Die Offenlegung hat durch den Emittenten aktuell und ohne zeitliche Verzögerung in allgemein verständlicher Sprache zu erfolgen. Jedoch ist diese inhaltlich auf Informationen über eine wesentliche Änderung (*material changes*) der Finanzlage oder der Geschäftstätigkeit eines Emittenten beschränkt. Auf Grundlage der in § 409 SOA enthalte-

---

<sup>1098</sup> 17 C.F.R. § 243.100 (b)(2) (2010).

<sup>1099</sup> Insbesondere bei Gesprächen mit Analysten besteht die Gefahr, dass selektiv kursrelevante Informationen weitergegeben werden und damit die Regulation FD verletzt wird. Vgl. SEC, Release No. 60715 (Sept. 24, 2009).

<sup>1100</sup> SEC, Release No. 43,154, 65 Fed. Reg. at 51,726 (Aug. 24, 2000).

<sup>1101</sup> 17 C.F.R. § 243.100 (e)(1) (2010).

<sup>1102</sup> „An issuer shall be exempt from the requirement to furnish or file a Form 8-K if it instead disseminates the information through another method (or combination of methods) of disclosure that is reasonably designed to provide broad, non-exclusionary distribution of the information to the public.” 17 C.F.R. § 243.100 (e)(2) (2010).

<sup>1103</sup> 17 C.F.R. § 243.102 (2010). Die Anwendbarkeit der Rule 10b-5 ist jedoch gegeben, wenn der Emittent seine Veröffentlichungspflicht in einer Weise ausübt, um damit kursrelevante Informationen zu verschweigen oder falsch darzustellen. Steinberg, Insider Trading, Selective Disclosure, And Prompt Disclosure: A Comparative Analysis, 22 University of Pennsylvania Journal of International Economic Law 635, 657 (2001).

<sup>1104</sup> „[The Regulation FD] is not an antifraud rule, and it is not designed to create new duties under the antifraud provisions of the federal securities laws or in private rights of action.” SEC, Release No. 43,154, 65 Fed. Reg. at 51,726 (Aug. 24, 2000).

nen Verordnungsermächtigung hat die SEC die Veröffentlichung derartiger wesentlicher Veränderungen ebenfalls durch das Formblatt 8-K vorgeschrieben.<sup>1105</sup>

**b) Directors' Dealings**

Gemäß § 16(a) SEA sind Mitglieder der Geschäftsleitung, Organmitglieder und Aktionäre, die wirtschaftliche Eigentümer von mehr als 10% des Grundkapitals sind,<sup>1106</sup> zur Veröffentlichung von Directors' Dealings bei Geschäften mit Eigenkapitalinstrumenten des Emittenten verpflichtet. Die SEC hat Rule 16a erlassen, die die Directors' Dealings Meldepflicht konkretisiert.

Die Meldung ist mit einem Formblatt Form 4 zu erstatten und hat insbesondere die Art der Transaktion, die Anzahl der gekauften bzw. verkauften Eigenkapitalinstrumente (*equity securities*), deren Preis und den Tag des Geschäftsabschlusses zu beinhalten.

Die Meldung ist binnen zwei Werktagen nach dem Tag des Geschäftsabschlusses an die SEC zu übermitteln.<sup>1107</sup> Weiters hat der Meldepflichtige gemäß Rule 16a-3(e) diese auch an den Emittenten weiterzuleiten, der die Meldung gemäß Rule 16a-3(k) binnen eines Tages nach Empfang auf seiner Internet-Seite zu veröffentlichen und für zumindest 12 Monate zugänglich zu halten hat. Die Directors' Dealings Meldung kann gemäß Rule 16a-6(a) solange aufgeschoben werden, bis die Gesamtabschlusssumme der Transaktionen 10.000 USD übersteigt. Ausgenommen von der Meldepflicht sind gemäß Rule 16a-9 oder 16a-11 unter anderem Käufe, die im Rahmen von Ansprüchplänen durchgeführt und mit Dividendenzahlungen finanziert werden, oder der Erwerb von Aktien im Fall eines Aktiensplits oder einer Sachdividende.

Im Fall einer Verletzung der Directors' Dealings Meldepflicht kann die SEC gemäß § 21(d) ein Verfahren gegen den Meldepflichtigen einleiten. Die Geldstrafe für einen Verstoß gegen diese Meldepflicht beträgt 5.000 bis 100.000 USD.

---

<sup>1105</sup> SEC, Release Nos. 33-8400; 34-49424, 69 Fed. Reg. 15594 (Aug. 23, 2004).

<sup>1106</sup> Die 10% Schwelle gilt neben Aktien auch für sonstige Eigenkapitalinstrumente des Emittenten, solange diese der Registrierungspflicht gemäß § 12 SEA unterliegen.

<sup>1107</sup> Neben dieser transaktionsbezogenen Offenlegungspflicht wird auch bei erstmaliger Registrierung eines Eigenkapitalinstruments gemäß § 12 SEA und bei Bestellung des Meldepflichtigen zum Mitglied der Geschäftsleitung oder des Verwaltungsrats eine Meldepflicht ausgelöst.

### 6.3. Compliance

In den USA wird eine allgemeine Compliance Pflicht aus der *Caremark*-Entscheidung des Delaware Court of Chancery, den U.S. Sentencing Guidelines, den Memoranden der Deputy Attorney Generals, verschiedenen kapitalmarktrechtlichen Vorschriften und § 303A.10 NYSE Listing Memorandums abgeleitet.<sup>1108</sup> Zwar kennt das US-amerikanische Recht keine Verpflichtung für Emittenten, bestimmte Insider-Compliance Maßnahmen zu ergreifen,<sup>1109</sup> die Praxis der börsennotierten Gesellschaften und die Einschätzung der Strafverfolgungs- und Aufsichtsbehörden führen jedoch *de facto* zu einer Emittenten-Compliance-Pflicht.<sup>1110</sup>

Der Gesetzgeber verzichtet weitestgehend auf eine Anordnung spezifischer Compliance-Maßnahmen. Vielmehr wird es den Behörden überlassen, durch die Veröffentlichung interner Verwaltungsanweisungen Standards zu setzen, die den Unternehmen die Rechtsansicht der Behörde zugänglich machen und damit indirekt auf diese Druck ausüben. Dies trifft insbesondere in jenen Fällen zu, in denen die Behörden den Unternehmen Strafflosigkeit bzw. die Minderung zivilrechtlicher Haftung oder strafrechtlicher Verantwortlichkeit in Aussicht stellt, falls diese ein effektives Compliance-Programm einführen. Aus zwei Gründen ist dieser Anreiz vor allem bei der Strafverfolgung durch die Staatsanwaltschaft gegeben. Erstens ergibt sich ein nicht unbeachtliches strafrechtliches Risiko aufgrund der schieren Anzahl von über 3.000 nach US-amerikanischem Bundesstrafrecht strafbaren Handlungen.<sup>1111</sup> Zweitens kommt US-amerikanischen Staatsanwälten von Gesetzes wegen ein überaus großes Verfolgungsermessen zu,<sup>1112</sup> das den Einsatz alternativer Verfolgungsmechanismen erleichtert.

Darüber hinaus sehen mehrere Vorschriften wie die *controlling person liability* gemäß § 20(a) SEA oder Rule 10b-5-1(c)(2) vor, dass Emittenten für Verstöße ihrer Mitarbeiter gegen die In-

---

<sup>1108</sup> *Basri*, Why implement an effective corporate compliance program? 1536 PLI/Corp 809 (2006).

<sup>1109</sup> Gemäß ITSFEA sind nur Wertpapierhändler und Anlageberater verpflichtet, ein Compliance-Programm einzuführen. Vgl. *Walker*, The evolution of the law of corporate compliance in the United States: A brief overview, 11083 PLI/Corp 15, 19 (2007).

<sup>1110</sup> *Steinberg/Fletcher*, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1835 (1994).

<sup>1111</sup> *T. L. Banks/F. Z. Banks*, Corporate Legal Compliance Handbook 20-5. Die letzte Zählung des DOJ in den 1980ern kam auf 3.000 Bundesstraftaten. Seit dieser Zeit wurden viele Strafgesetze, beispielsweise die strafrechtlichen Bestimmungen des SOA, erlassen. Eine Studie schätzt die Zahl der bundesrechtlich strafbaren Handlungen im Jahr 2006 auf 4.000. *Federalist Society*, Measuring the explosive growth of federal crime legislation, [http://www.fed-soc.org/doclib/20070404\\_crimreportfinal.pdf](http://www.fed-soc.org/doclib/20070404_crimreportfinal.pdf) (15.08.2011).

<sup>1112</sup> „In our criminal justice system, the Government retains ‘broad discretion’ as to whom to prosecute [...]. [S]o long as the prosecutor has probable cause to believe that the accused committed an offense defined by statute, the decision whether or not to prosecute, and what charge to file or bring before a grand jury, generally rests entirely in his discretion.” *Wayte v. United States*, 470 U.S. 598, 607 (1985).

siderverbote haftbar gemacht werden können. Daher bestehen starke Anreize, ein effektives Compliance-Programm einzurichten, um das eigene Haftungsrisiko zu minimieren.<sup>1113</sup>

### 6.3.1. Pflicht zur Compliance

#### a) *Gesellschaftsrecht*

Die gesellschaftsrechtliche Pflicht des Vorstands zur Verhinderung von Gesetzesverstößen durch das Unternehmen und der Unternehmensangehörigen fußt auf *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.*<sup>1114</sup> Diese Entscheidung des Delaware Supreme Court bejahte grundsätzlich eine Überwachungspflicht, schränkte diese zugleich aber auf Verdachtsfälle ein:

„[...] *absent cause for suspicion there is no duty upon directors to install and operate a corporate system of espionage to ferret out wrongdoing which they have no reason to suspect exists.*“<sup>1115</sup>

Den Verwaltungsrat trifft keine Pflicht laufend Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen durchzuführen, um Gesetzesverstöße aufzudecken. Ein Verstoß gegen die Sorgfaltspflicht, die den Verwaltungsrat schadenersatzpflichtig machen würde, liegt insbesondere nur dann vor, wenn dieser offensichtlich unzuverlässigen Mitarbeitern Aufgaben überträgt oder fahrlässig oder vorsätzlich trotz bekannter Verdachtslage untätig bleibt.<sup>1116</sup>

Die durch *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co* gesetzte Messlatte für die Überwachungspflicht des Verwaltungsrats war für über dreißig Jahre gültig, bis ein *obiter dictum* in der Entscheidung *In re Caremark International Inc. Derivative Litigation*<sup>1117</sup> des Delaware Court of Chancery im Jahr 1996 den Standard für die Beurteilung der Überwachungspflicht des Verwaltungsrates deutlich verschärfte. Dieses *obiter dictum* gewann auch über die Grenzen Delawares Bedeutung.<sup>1118</sup>

<sup>1113</sup> Wang/Steinberg, Insider Trading (2008) § 13.7; Huff, The Role of Corporate Compliance Programs in Determining Corporate Criminal Liability: A Suggested Approach, 96 Columbia Law Review 1252, 1263 (1996); Steinberg/Fletcher, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1785-1786 (1994).

<sup>1114</sup> *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.* 188 A.2d 125 (Del. 1963).

<sup>1115</sup> *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.* 188 A.2d at 130.

<sup>1116</sup> „If he has recklessly reposed confidence in an obviously untrustworthy employee, has refused or neglected cavalierly to perform his duty as a director, or has ignored either willfully or through inattention obvious danger signs of employee wrongdoing, the law will cast the burden of liability upon him.“ *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.* 188 A.2d at 130.

<sup>1117</sup> *In re Caremark*, 698 A.2d 959.

<sup>1118</sup> Walker, Board oversight of a compliance program: The implications of *Stone v. Ritter*, 1661 PLI/Corp 67, 69 (2008). Der *Caremark* Standard für die Überwachungspflichten des Verwaltungsrats wurde sowohl von Bundesgerichten als auch von Gerichten in anderen Bundesstaaten teils unverändert und teils abgeändert angewandt. Vgl. *In re Abbott Labs. Derivative S'holder Litig.*, No. 99-7246, 2001 WL 303318 (N.D. Ill. 2001), *Dellastatious v. Wil-*

Das Gericht erläuterte in der Entscheidung, dass der Verwaltungsrat zur Erfüllung seiner Überwachungspflichten ein angemessenes Informations- und Berichtssystem installieren muss, das Informationen sowohl über die wirtschaftliche Lage als auch über die Einhaltung der Gesetze durch das Unternehmen liefert:

*„[...] it would, in my opinion, be a mistake to conclude [...] that corporate boards may satisfy their obligation to be reasonably informed concerning the corporation, without assuring themselves that information and reporting systems exist in the organization that are reasonably designed to provide to senior management and to the board itself timely, accurate information sufficient to allow management and the board, each within its scope, to reach informed judgments concerning both the corporation's compliance with law and its business performance.”<sup>1119</sup>*

Darüber hinaus wurde vom Gericht die Schadenersatzpflicht der Verwaltungsratsmitglieder für den Fall anerkannt, dass kein angemessenes Informations- und Berichtssystem existiert:

*„Thus, I am of the view that a director's obligation includes a duty to attempt in good faith to assure that a corporate information and reporting system, which the board concludes is adequate, exists, and that failure to do so under some circumstances may, in theory at least, render a director liable for losses caused by non-compliance with applicable legal standard.”<sup>1120</sup>*

Das Gericht hielt jedoch fest, dass die konkrete Ausgestaltung des Compliance-Programms im Ermessen des Verwaltungsrats liegt, wobei die Angemessenheit des Programms danach zu beurteilen ist, ob dem Verwaltungsrat rechtzeitig adäquate Informationen zukommen:

*„Obviously the level of detail that is appropriate for such an information system is a question of business judgment. [...] it is important that the board exercise a good faith judgment that the corporation's information and reporting system is in concept and design adequate to assure the board that appropriate information will come to its attention in a timely manner as a matter of ordinary operations, so that it may satisfy its responsibility.”<sup>1121</sup>*

Für den Delaware Court of Chancery war das Abgehen von dem durch *Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.* gesetzten Standard, dass nur für bei Vorliegen eines konkreten Verdachts eine Pflicht zur Nachforschung vorliegt, in Anbetracht der jüngeren Rechtsprechung zur Sorg-

---

*liams*, 242 F.3d 191, 193 (4th Cir. 2001); *McCall v. Scott*, 239 F.3d 808 (6th Cir. 2001); *Wilson v. Tully*, 676 N.Y.S.2d 531 (N.Y.App.Div. 1998).

<sup>1119</sup> *In re Caremark*, 698 A.2d at 970.

<sup>1120</sup> *In re Caremark*, 698 A.2d at 970.

<sup>1121</sup> *In re Caremark*, 698 A.2d at 970.

faltspflicht der Verwaltungsratsmitglieder und der U.S. Sentencing Guidelines<sup>1122</sup> angebracht.  
<sup>1123</sup> In der Praxis wurde die *Caremark*-Entscheidung dahingehend verstanden, dass der Verwaltungsrat in Erfüllung seiner Sorgfaltspflicht ein Compliance-Programm einzuführen hat.

Waren die Ausführungen des Delaware Court of Chancery in der *Caremark*-Entscheidung über die Relevanz von Compliance-Programmen lediglich *dicta*, so wurden diese Überlegungen im Urteil des Supreme Court of Delaware in *Stone v. Ritter*<sup>1124</sup> Teil des *holding*.<sup>1125</sup>

„*In the absence of red flags, good faith in the context of oversight must be measured by the directors' actions 'to assure a reasonable information and reporting system exists' and not by second-guessing after the occurrence of employee conduct that results in an unintended adverse outcome.*“<sup>1126</sup>

Der Anwendungsbereich der *Caremark*-Entscheidung wurde vom Supreme Court of Delaware jedoch eingeschränkt, indem dieser die inhärenten Grenzen der Leistungsfähigkeit von Compliance-Programmen anerkannte.<sup>1127</sup> Die Verwaltungsratsmitglieder schulden ein redliches Bemühen um ein angemessenes Compliance-Programm aufgrund ihrer Treuepflicht.<sup>1128</sup> Eine Haftung ist ausgeschlossen, wenn Unternehmensangehörige trotzdem Rechtsverstöße begehen.<sup>1129</sup>

Eine zivilrechtliche Haftung für die Handlungen und Unterlassungen einer Tochtergesellschaft ist im US-amerikanischen Recht grundsätzlich nicht vorgesehen.<sup>1130</sup> Dieser Grundsatz wird je-

<sup>1122</sup> Ausführlich dazu Kapitel 6.3.1(c).

<sup>1123</sup> „*In light of these developments, it would, in my opinion, be a mistake to conclude that our Supreme Court's statement in Graham concerning "espionage" means that corporate boards may satisfy their obligation to be reasonably informed concerning the corporation, without assuring themselves that information and reporting systems exist.*“ *In re Caremark*, 698 A.2d at 970.

<sup>1124</sup> *Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. Supr. 2006).

<sup>1125</sup> Im *common law* System wird zwischen dem bindenden Kern eines Urteils (*holding*) und nicht bindenden sonstigen Erwägungen, die im Urteil angestellt werden, (*dictum*) unterschieden. Das *holding* entfaltet für untere Gerichtsinstanzen Bindungswirkung (*stare decisis*). Vgl. *Garner, Black's Law Dictionary*<sup>8</sup> (2004) 1102; *Bydlinki, Juristische Methodenlehre und Rechtsbegriff*<sup>2</sup> (1991) 512f.

<sup>1126</sup> *Stone v. Ritter*, 911 A.2d at 373.

<sup>1127</sup> *Stone v. Ritter*, 911 A.2d at 373; *Walker, Board oversight of a compliance program: The implications of Stone v. Ritter*, 1661 *PLI/Corp* 67, 7 5(2008).

<sup>1128</sup> „*It follows that because a showing of bad faith conduct, in the sense described in Disney and Caremark, is essential to establish director oversight liability, the fiduciary duty violated by that conduct is the duty of loyalty.*“ *Stone v. Ritter*, 911 A.2d at 370.

<sup>1129</sup> „[...] *imposition of liability requires a showing that the directors knew that they were not discharging their fiduciary obligations.*“ *Stone v. Ritter*, 911 A.2d at 370.

<sup>1130</sup> „*It is a general principle of corporate law deeply 'ingrained in our economic and legal systems' that a parent corporation (so-called because of control through ownership of another corporation's stock) is not liable for the acts of its subsidiaries.*“ *United States v. Bestfoods et al*, 524 U.S. 51, 61 (1998). Der Einfluss der sogenannten Fiktionstheorie führt zu einem gemilderten Trennungsprinzip. „*A corporation is an artificial being, invisible, intangi-*

doch mehrfach eingeschränkt. Im *common law* der einzelnen Bundesstaaten haben sich jeweils eigenständige Ansätze für eine Durchgriffshaftung auf Basis der *piercing the corporate veil* Doktrin entwickelt. Die Rechtsprechung der Gerichte Delawares erkennt in zwei Fällen eine Durchgriffshaftung an. Erstens wird das Trennungsprinzip bei Betrugsfällen oder Unterkapitalisierung durchbrochen.<sup>1131</sup> Zweitens kann die Konzernmutter haftbar werden, wenn die von ihr über die Tochtergesellschaft ausgeübte Kontrolle so stark ist, dass diese lediglich als Instrument der Konzernmutter anzusehen ist, und die Einhaltung des Trennungsprinzips zu unbilligen Ergebnissen führen würde.<sup>1132</sup> Dies wäre beispielsweise bei einer umfassenden Sphärenvermischung gegeben.<sup>1133</sup> Es genügt ohne Hinzutreten weiterer Umstände für eine Durchgriffshaftung jedoch nicht, dass die Konzernmutter alleinige Gesellschafterin der Tochtergesellschaft ist<sup>1134</sup> oder beide Geschäftsleitungen ident besetzt sind.<sup>1135</sup>

Unabhängig von der Durchgriffshaftung kann eine Zurechnung des Verhaltens der Tochtergesellschaft auf Grundlage der *agency theory* erfolgen, wenn die Konzernmutter die Tochtergesellschaft angewiesen hat, Straftaten zu begehen.<sup>1136</sup> Ein weiterer Sonderfall der zivilrechtlichen Haftung einer Konzernmutter ergibt sich aus spezialgesetzlich angeordneter Haftung kontrollierender Personen. Dieser ist insbesondere bei Bundesgesetzen im Bereich des Kapitalmarkt- und Umweltrechts vorzufinden.<sup>1137</sup>

### **b) Corporate Governance**

Vorschriften über die Unternehmensführung und –kontrolle finden sich nicht nur im einzel- und bundesstaatlichen Gesellschaftsrecht sondern auch in den Corporate Governance Regelungen der

---

*ble, and existing only in contemplation of law. Being the mere creature of law, it possesses only those properties which the charter of its creation confers upon it either expressly or as incidental to its very existence.” Trustees of Dartmouth College v. Woodward, 17 U.S. 518, 636 (1819).*

<sup>1131</sup> *Midland Interiors, Inc v Burleigh*, No Civ.A. 18544, 2006 WL 4782237 (Del Ch, 2006); *Gadsden v. Home Preservation Co.*, No. Civ.A. 1888, 2004 WL 485468 (Del. Ch. 2004).

<sup>1132</sup> *Equitable Trust Co. v. Gallagher*, 99 A.2d 490 (Del. 1953). „What the formula comes down to, once shorn of verbiage about control, instrumentality, agency and corporate entity, is that liability is imposed to reach an equitable result.” *Brunswick Corp. v. Waxman*, 599 F.2d 34, 36 (2d Cir.1979). Ob eine Durchgriffshaftung erfolgt, ist unter Betrachtung des jeweiligen Sachverhalts zu entscheiden. In der Entscheidung *Laya v. Erin Homes, Inc.*, 352 S.E.2d 93 (W.Va. 1986), findet sich ein umfangreicher Katalog von Faktoren für die Prüfung der Durchgriffshaftung. Vgl. zur strafrechtlichen Verantwortlichkeit für die Handlungen der Tochtergesellschaft. *Gruner*, Corporate Criminal Liability and Prevention § 5.02[2][b].

<sup>1133</sup> *United States v. Del Campo Baking Mfg. Co.*, 345 F. Supp. 1371, 1378 (D. Del. 1972); *Warren v. Warren*, 460 A.2d 526 (Del. 1983).

<sup>1134</sup> *Advocat v. Nexus Indus., Inc.*, 497 F.Supp. 328, 335 (D.Del.1980).

<sup>1135</sup> *Skouras v. Admiralty Enterprises, Inc.*, 386 A.2d 674, 680-681 (Del. Ch. 1978).

<sup>1136</sup> *Gruner*, Corporate Criminal Liability and Prevention § 5.02[2][a].

<sup>1137</sup> Vgl. Comprehensive Environmental Response, Compensation, and Liability Act, 42 U.S.C § 9607 (2007).

Börseordnungen.<sup>1138</sup> Im Listed Company Manual der NYSE werden in § 303A die Corporate Governance Listing Standards geregelt, die von allen an dieser Börse gelisteten Emittenten einzuhalten sind.

Ein Emittent muss neben Corporate Governance Richtlinien<sup>1139</sup> auch einen Verhaltenskodex (*Code of Business Conduct and Ethics*)<sup>1140</sup> beschließen und diesen auf seiner Internet-Seite veröffentlichen.<sup>1141</sup> In der Erläuterung zu § 303A.10 Listed Company Manual wird ausgeführt, dass der Emittent aktiv rechtskonformes Verhalten fördern und eine Unternehmenskultur, die Wert auf Integrität und Verantwortlichkeit legt, schaffen soll. Besondere Bedeutung kommt dabei der Einhaltung der Insiderverbote zu, weil Insiderhandel als unethisches und illegales Verhalten abzulehnen sei. Um die Effektivität des Verhaltenskodex zu stärken, sollen die Unternehmensangehörigen dazu angehalten werden, potentielle Missstände ohne Furcht vor Repressionen unternehmensintern melden zu können. Weiters soll der Verhaltenskodex auch Sanktionen für dessen Verletzung vorsehen.

Die Relevanz des Insiderrechts wird auch durch § 309.00 Listed Company Manual unterstrichen, das Geschäfte von Mitgliedern der Geschäftsleitung mit Aktien des Emittenten regelt. Um die Einhaltung der Insiderverbote gemäß § 10(b) SEA und Rule 10b-5 sicherzustellen, wird dem Emittenten empfohlen, schriftliche Richtlinien für derartige Geschäfte zu erlassen.<sup>1142</sup>

Weiters hat der Emittent einen Prüfungsausschuss (*Audit Committee*) einzurichten, der den Anforderungen der Rule 10A-3 entspricht.<sup>1143</sup> Dieser hat gemäß § 303A.07(b) Listed Company Manual insbesondere die Geschäftsleitung bei der Überwachung der Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften zu unterstützen. Darüber hinaus hat der Prüfungsausschuss die Berichte des Ab-

---

<sup>1138</sup> Für die Zwecke dieser Arbeit werden zur Darstellung US-amerikanischer Corporate Governance Standards ausschließlich die diesbezüglichen Regelungen der NYSE, der an der Marktkapitalisierung gemessen größten Börse der Welt, verwendet. Vgl. *World Federation of Exchanges*, Domestic Market Capitalization 2010, <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/EQUITY110.xls> (15.08.2011).

<sup>1139</sup> NYSE, Listed Company Manual § 303A.09.

<sup>1140</sup> Im Unterschied zum Verhaltenskodex gemäß SOA wendet sich dieser an alle Unternehmensangehörigen des Emittenten und nicht nur an die Geschäftsleitung und leitende Angestellte.

<sup>1141</sup> Emittenten haben gemäß § 303A.07 Listed Company Manual eine Internet-Seite zu betreiben.

<sup>1142</sup> „Where a development of major importance is expected to reach the appropriate time for announcement within the next few months, transactions by directors and officers should be avoided. Corporate officials should wait until after the release of earnings, dividends, or other important developments have appeared in the press before making a purchase or sale. This permits the news to be widely disseminated and negates the inference that officials had an inside advantage. Similarly, transactions just prior to important press releases should be avoided.” NYSE, Listed Company Manual § 309.00.

<sup>1143</sup> NYSE, Listed Company Manual § 303A.06.

schlussprüfers über die internen Kontrollmaßnahmen und Vorfälle, die zu internen Untersuchungen oder Anfragen von Aufsichts- oder Ermittlungsbehörden geführt haben, sowie die Grundsätze des Risikomanagements zu prüfen.<sup>1144</sup>

Um der Geschäftsleitung des Emittenten die Bedeutung von Corporate Governance zu verdeutlichen, hat der CEO des Emittenten jährlich gegenüber der NYSE zu bestätigen, dass er keine Kenntnis von Verletzungen der Corporate Governance Standards gemäß § 303A NYSE Listed Company Manual hat.<sup>1145</sup> Darüber hinaus ist er auch zur unverzüglichen Meldung von Verstößen gegen diese Corporate Governance Standards verpflichtet.<sup>1146</sup>

Ausländische Emittenten<sup>1147</sup> sind weitgehend von der Einhaltung der Corporate Governance Vorschriften des Listed Company Manual befreit, sofern sie die anwendbaren Standards ihrer Heimatländer erfüllen.<sup>1148</sup> Die Transparenz bleibt durch die jährliche Offenlegung einer Zusammenfassung der wesentlichen Unterschiede zwischen den ausländischen und den gemäß der jeweils anwendbaren US-Börseordnung vorgeschriebenen Corporate Governance Standards gewahrt. Sofern der ausländische Emittent ein Formular 20-F bei der SEC einzureichen hat,<sup>1149</sup> kann die Offenlegung auch in diesem erfolgen.<sup>1150</sup>

### c) **Unternehmensstrafrecht**

Das US-amerikanische Bundesstrafrecht anerkennt die strafrechtliche Verantwortlichkeit von Unternehmen für Verschulden ihrer Unternehmensangehörigen (*strict vicarious liability*) auf Grundlage der *respondeat superior* Doktrin.<sup>1151</sup> In jüngerer Zeit kann im Unternehmensstrafrecht ein tendenzielles Abrücken von der *strict vicarious liability* und eine zunehmende Bedeutung der Verschuldenshaftung für Organisationsmängel in spezialgesetzlichen Straftatbeständen<sup>1152</sup> und in internen Verwaltungsanweisungen der Strafverfolgungs- und Aufsichtsbehörden<sup>1153</sup> festge-

---

<sup>1144</sup> „While it is the job of the CEO and senior management to assess and manage the listed company's exposure to risk, the audit committee must discuss guidelines and policies to govern the process by which this is handled.“ Begründung zu NYSE, Listed Company Manual § 303A.07.

<sup>1145</sup> NYSE, Listed Company Manual § 303A.12(a).

<sup>1146</sup> NYSE, Listed Company Manual § 303A.12(b).

<sup>1147</sup> 17 C.F.R. § 240.3b-4(c) (2010).

<sup>1148</sup> Ausländische Emittenten sind verpflichtet, die §§ 303A.06, 303A.11 u 303A.12(b) u (c) Listed Company Manual einzuhalten.

<sup>1149</sup> SEC, Release Nos. 33-8959, 34-58620, 73 Fed. Reg. 58,300 (Sept. 23, 2008).

<sup>1150</sup> NYSE, Listed Company Manual § 303A.11(a).

<sup>1151</sup> Siehe dazu auch Kapitel 6.2.8.

<sup>1152</sup> Vgl. die Vorschriften über die Gleichbehandlung am Arbeitsplatz. 29 C.F.R. § 1614.

<sup>1153</sup> Die U.S. Sentencing Guidelines und der Seaboard Report sind bedeutende Beispiele hierfür.

stellt werden.<sup>1154</sup> Dies steht im Einklang mit der Forderung der Lehre, effektive Compliance-Programme als straffausschließenden Faktor anzuerkennen,<sup>1155</sup> was nach dem derzeitigen Stand der Rechtsprechung nicht alleine ausreichend ist.<sup>1156</sup> In *United States v. Hilton Hotels Corp* hielt das Gericht fest, dass eine Verantwortlichkeit des Unternehmens selbst dann gegeben sein kann, wenn es ein Compliance-Programm betreibt und ein Mitarbeiter bei der Begehung der Straftat auch gegen eine unternehmensinterne Richtlinie verstoßen hat.<sup>1157</sup> Dies gilt auch dann, wenn diese eben jenes Verhalten, welches der Straftat zugrunde liegt, explizit verboten hat.<sup>1158</sup> Im Gegensatz dazu erkannte das Gericht in *United States v. Beusch*, dass Compliance-Richtlinien zwar die Verantwortlichkeit nicht ausschließen können, aber bei der Beurteilung, ob eine Tat zu Gunsten des Unternehmens begangen wurde, zu beachten sind.<sup>1159</sup>

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Compliance-Programme von US-Bundesgerichten derzeit nur dann als straffausschließender Faktor gewertet werden, wenn die betreffenden Gesetze ausdrücklich die Einrede des mangelnden Verschuldens vorsehen.<sup>1160</sup> Dies wurde 2009 auch durch die Entscheidung in *United States v. Ionia Management*<sup>1161</sup> bestätigt, die das in einem *amicus curia brief*<sup>1162</sup> vorgebrachte Argument zurückwies, dass die in Einzelfällen erfolgte Anerkennung von Compliance-Programmen durch den Supreme Court im Allgemeinen als Grund für die Aufgabe der *respondeat superior* Doktrin gelten soll.<sup>1163</sup>

<sup>1154</sup> *Krawiec*, Organizational Misconduct: Beyond the Principal-Agent Model, 32 Florida State University L. Rev. 571, 572 (2005); *Arlen/Kraakman*, Controlling Corporate Misconduct: An Analysis of Corporate Liability Regimes 72 New York University L. Rev. 687, 689-690 (1997).

<sup>1155</sup> Vgl. *Weissmann*, Rethinking Criminal Corporate Liability, 82 Indiana Law Journal 411, 414 (2007); *Gruner/Brown*, Organizational Justice: Recognizing and Rewarding the Good Citizen Corporation, 21 Journal of Corporation Law 731, 764-65 (1996); *Walsh/Pyrich*, Corporate Compliance Programs as a Shield to Criminal Liability: Can a Corporation Save Its Soul? 47 Rutgers L. Rev. 605, 689 (1995).

<sup>1156</sup> *United States v. Basic Construction Co.*, 711 F.2d 570, *United States v. Hilton Hotels Corp.*, 467 F.2d 1000 (9th Cir. 1972), cert. denied, 409 U.S. 1125 (1973); *United States v. Beusch*, 596 F.2d 871, 878 (9th Cir. 1979); *United States v. American Radiator & Standard Sanitary Corp.*, 433 F.2d 174 (3rd Cir. 1970).

<sup>1157</sup> *United States v. Hilton Hotels Corp.*, 467 F.2d 1000. Der 2<sup>nd</sup> Circuit hat sich der sogenannten *Hilton Hotels rule* angeschlossen. *United States v. Twentieth Century Fox Film Corp.*, 882 F.2d 656, 661 (2d Cir. 1989), cert. denied 493 US 1021 (1990).

<sup>1158</sup> *United States v. Potter*, 463 F.3d at 25-26; *United States v. Beusch*, 596 F.2d at 878.

<sup>1159</sup> „[...] it suggests that a corporation may be liable for acts of its employees done contrary to express instructions and policies, but that the existence of such instructions and policies may be considered in determining whether the employee in fact acted to benefit the corporation.” *United States v. Beusch*, 596 F.2d at 878. So auch *United States v. Ionia Management SA*, 555 F.3d 303, 310 (2d Cir. 2009).

<sup>1160</sup> Vgl. *Faragher v. City of Boca Raton*, 524 U.S. 775 (1998); *Burlington Industries, Inc. v. Ellerth*, 524 U.S. 742 (1998).

<sup>1161</sup> *United States v. Ionia Management SA*, 555 F.3d 303.

<sup>1162</sup> Brief for the Association of Corporate Counsel et al. as Amici Curiae Supporting Appellant, *United States v. Ionia Management SA*, 555 F.3d 303 (2d Cir. 2009), [http://www.nacdl.org/public.nsf/newsissues/amicus\\_attachments/\\$FILE/Ionia\\_Mgmt\\_Amicus.pdf](http://www.nacdl.org/public.nsf/newsissues/amicus_attachments/$FILE/Ionia_Mgmt_Amicus.pdf) (15.08.2011).

<sup>1163</sup> „[...] we refuse to adopt the suggestion that the prosecution, in order to establish vicarious liability, should have to prove as a separate element in its case-in-chief that the corporation lacked effective policies and procedures to

Im Gegensatz zum Bundesstrafrecht haben die meisten Bundesstaaten ihr Unternehmensstrafrecht an § 2.07 des Model Penal Codes orientiert,<sup>1164</sup> wonach Unternehmen als Einrede gegen eine strafrechtliche Verantwortlichkeit für Straftaten von Unternehmensangehörigen geltend machen können, dass sie angemessene Compliance-Maßnahmen ergriffen haben.<sup>1165</sup>

Auf Bundesebene haben die U.S. Sentencing Guidelines<sup>1166</sup> eine Trendwende eingeleitet, indem § 8B2.1. U.S. Sentencing Guidelines ein effektives Compliance-Programm als strafmildernden Faktor anerkennt.<sup>1167</sup> Diese detaillierten Richtlinien für die Strafzumessung bei Verletzung von Bundesstrafgesetzen wurden von der U.S. Sentencing Commission erlassen.<sup>1168</sup> Diese unabhängige Kommission innerhalb der Justiz war durch den Sentencing Reform Act of 1984<sup>1169</sup> geschaffen worden. 1987 hat sie erstmals von ihrer Befugnis Gebrauch gemacht und Richtlinien für die Bestrafung natürlicher Personen erlassen, welche seit damals regelmäßig novelliert und 1991 um ein Kapitel über die Strafzumessung für Unternehmen erweitert wurden. Im Jahr 2001 begann die U.S. Sentencing Commission mit der Aufarbeitung der mit Compliance-Programmen gesammelten Erfahrungen, um eine Novelle der auf Unternehmen anwendbaren Richtlinien vorzubereiten. Diese Novelle trat schließlich 2004 in Kraft und wies ausführliche Kriterien für die Beurteilung eines Ethik- und Compliance-Programms auf.<sup>1170</sup> Zuletzt wurde die U.S. Sentencing Commission durch den 2010 in Kraft getretenen Dodd-Frank Act angewiesen, die U.S. Sentencing Guidelines in Bezug auf Missbrauchsbestimmungen zu prüfen und gegebenenfalls anzupassen. Der daraufhin Anfang 2011 veröffentlichte Entwurf der Änderungen zu den U.S. Sentencing

---

*deter and detect criminal actions by its employees. [...] this remains so regardless of asserted new Supreme Court cases in other areas of the law.” United States v. Ionia Management SA, 555 F.3d at 310.*

<sup>1164</sup> Foerschler, Corporate Criminal Intent: Toward a Better Understanding of Corporate Misconduct, 78 California Law Review, 1287, 1294-1296 (1990).

<sup>1165</sup> „[...] it shall be a defense if the defendant proves by a preponderance of evidence that the high managerial agent having supervisory responsibility over the subject matter of the offense employed due diligence to prevent its commission.” § 2.07(5) Model Penal Code (1962).

<sup>1166</sup> U.S. Sentencing Commission, 2010 Federal Sentencing Guidelines Manual, [http://www.ussc.gov/Guidelines/2010\\_guidelines/Manual\\_PDF/2010\\_Guidelines\\_Manual\\_Full.pdf](http://www.ussc.gov/Guidelines/2010_guidelines/Manual_PDF/2010_Guidelines_Manual_Full.pdf) (15.08.2011).

<sup>1167</sup> Linklater/McElyea, RIW 1994, 118f. Siehe etwa für ablehrende Judikatur *United States v. Hilton Hotels Corporation*, 467 F.2d 1000; *United States v. Twentieth Century Fox Corporation*, 882 F.2d 656. Siehe etwa für bejahende Judikatur *Holland Furnace Co. v. United States*, 158 F.2d 2 (6th Cir. 1964).

<sup>1168</sup> Die Verfassungskonformität dieser Kompetenzübertragung an die U.S. Sentencing Commission wurde durch den Supreme Court in *Mistretta v. United States* bestätigt. „Congress is not confined to that method of executing its policy which involves the least possible delegation of discretion to administrative officers. [...] We have no doubt that in the hands of the Commission ‘the criteria which Congress has supplied are wholly adequate for carrying out the general policy and purpose’ of the Act.” *Mistretta v. United States*, 488 U.S. 361, 379 (1989).

<sup>1169</sup> Der Sentencing Reform Act of 1984 wurde vom Kongress als Teil des Comprehensive Crime Control Act of 1984 beschlossen. Comprehensive Crime Control Act of 1984, Pub. L. No. 98-473, 98 Stat. 1976 (1984).

<sup>1170</sup> U.S. Sentencing Commission, 2004 Federal Sentencing Guidelines Manual, [http://www.ussc.gov/Guidelines/2004\\_guidelines/Manual/gl2004.pdf](http://www.ussc.gov/Guidelines/2004_guidelines/Manual/gl2004.pdf) (15.08.2011).

Guidelines bringt für die Beurteilung der Effektivität von Compliance-Programmen jedoch keine Neuerungen.<sup>1171</sup>

Im Fall *United States v. Booker* hatte sich der Supreme Court mit der Frage auseinanderzusetzen, ob die U.S. Sentencing Guidelines für das Gericht verbindlich sind oder ob diesen lediglich eine beratende Funktion bei der Strafzumessung zukommt. Er entschied, dass die U.S. Sentencing Guidelines für den Richter bei der Strafzumessung keine Bindungswirkung entfalten.<sup>1172</sup> In nunmehr ständiger Rechtsprechung vertritt der Supreme Court jedoch die Ansicht, dass der Richter bei der Strafzumessung die U.S. Sentencing Guidelines beratend heranzuziehen hat.<sup>1173</sup> Demgemäß verwundert es nicht, dass kein signifikantes Abweichen von dem in den U.S. Sentencing Guidelines vorgeschlagenen Strafmaß in der Rechtsprechungspraxis seit der *Booker*-Entscheidung zu beobachten ist.<sup>1174</sup> Daher stellten diese Richtlinien unverändert einen wesentlichen Anreiz für die Einführung eines Compliance-Programms dar, wie bereits in der *Caremark*-Entscheidung betont wurde:

*„The Guidelines offer powerful incentives for corporations today to have in place compliance programs to detect violations of law, promptly to report violations to appropriate public officials when discovered, and to take prompt, voluntary remedial efforts.“*<sup>1175</sup>

Ein effektives Compliance-Programm ist gemäß § 8B 2.1.(a) U.S. Sentencing Guidelines bei der Bemessung der Strafe und bei der Entscheidung über eine bedingte Strafnachsicht zu berücksichtigen. Daher stellt sich die Frage, welche Kriterien ein Compliance-Programm erfüllen muss, um als effektiv qualifiziert zu werden. Grundsätzlich halten die U.S. Sentencing Guidelines fest, dass ein Compliance Programm nicht alleine deswegen schon als ineffektiv einzustufen ist, weil

<sup>1171</sup> U.S. Sentencing Commission, 2011 Proposed Amendments, [http://www.ussc.gov/Legal/Amendments/Reader-Friendly/20110428\\_RF\\_Amendments\\_Final.pdf](http://www.ussc.gov/Legal/Amendments/Reader-Friendly/20110428_RF_Amendments_Final.pdf) (15.08.2011).

<sup>1172</sup> „We answer the question of remedy by finding the provision of the federal sentencing statute that makes the Guidelines mandatory [...] incompatible with today’s constitutional holding.“ *United States v. Booker*, 543 U.S. 220, 245 (2005). Der Supreme Court hat seine Argumentation im Wesentlichen auf die kurz davor ergangene Entscheidung *Blakely v. Washington*, 542 U.S. 296 (2004), gestützt. In diesem Fall erklärte der Supreme Court die für Richter bindenden Sentencing Guidelines des Bundesstaates Washington für verfassungswidrig. Diese würden das Recht eines Beschuldigten auf ein Geschworenenvorverfahren gemäß 6. Verfassungszusatz verletzen, weil der Richter auch Faktoren bei der Strafzumessung einzubeziehen hätte, die nicht notwendigerweise Gegenstand des Verfahrens sein müssten.

<sup>1173</sup> *Rita v. United States*, 127 S. Ct. 2456, 2465 (2007); *Gall v. United States*, 128 S. Ct. 586, 596 (2007); *United States v. Booker*, 543 U.S. at 264.

<sup>1174</sup> *Corporate Compliance Committee, ABA Section of Business Law, Corporate Compliance Survey*, 60 Business Lawyer 1759, 1780-1781 (2005). Ausführlich dazu *U.S. Sentencing Commission, Final Report on the Impact of United States v. Booker On Federal Sentencing* (2006), [http://www.ussc.gov/booker\\_report/Booker\\_Report.pdf](http://www.ussc.gov/booker_report/Booker_Report.pdf) (15.08.2011).

<sup>1175</sup> *In re Caremark*, 698 A.2d at 969. So auch *Steinberg/Fletcher, Compliance programs for insider trading*, 47 SMU L. Rev. 1783, 1830 (1994).

es die verfahrensgegenständliche Straftat nicht verhindern oder rechtzeitig entdecken konnte.<sup>1176</sup> Vielmehr ist seit der Novelle der Sentencing of Organizations Richtlinien im Jahr 2004 die Effektivität an vier Kriterien zu messen: (1) das Engagement der Geschäftsleitung für Compliance, (2) die Stellung und Ausstattung des Compliance-Personal, (3) die Um- und Durchsetzung von Compliance-Maßnahmen im Unternehmensalltag sowie (4) das interne Berichtswesen und die Weiterentwicklung des Compliance-Programms.

Erstens hat das Unternehmen angemessene Maßnahmen zu treffen, um Straftaten zu verhindern bzw. aufzudecken und eine Unternehmenskultur zu fördern, die ethisches und rechtskonformes Verhalten als grundlegende Werte unterstützt.<sup>1177</sup> Die Geschäftsleitung trägt die Verantwortung für die Einführung und Umsetzung eines effektiven Compliance-Programms, das über angemessene Vorkehrungen zur Verhinderung und Aufdeckung von Straftaten verfügt. Um die operative Verantwortlichkeit eindeutig zuzuordnen, ist die Zuständigkeit für das Compliance-Programm einem bestimmten Mitglied der Geschäftsleitung zu übertragen.<sup>1178</sup> Diese Ressortzuweisung ändert aber nichts daran, dass den Verwaltungsrat weiterhin die Pflicht trifft, das Compliance-Programm zu überwachen.<sup>1179</sup> Das *commitment* der Geschäftsleitung hat sich auch auf die Auswahl leitender Angestellter zu erstrecken. Hierbei ist sicherzustellen, dass nur Personen, die sich ethisch und rechtskonform verhalten, mit leitenden Aufgaben betraut werden.<sup>1180</sup>

Zweitens ist für die operative Umsetzung der Compliance-Maßnahmen im Unternehmensalltag Sorge zu tragen. Hierfür soll das Compliance-Personal zuständig sein, das zur regelmäßigen Berichterstattung an die Geschäftsleitung und den Verwaltungsrat verpflichtet ist. Um seine Aufgaben effektiv ausführen zu können, ist das Compliance-Personal sowohl mit angemessenen Ressourcen als auch mit entsprechender Anordnungsbefugnis auszustatten. Der Compliance-Officer muss außerdem berechtigt sein, sich mit Anliegen direkt an die Geschäftsleitung und den Verwaltungsrat zu wenden.<sup>1181</sup>

---

<sup>1176</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual § 8B 2.1.(a) (2010).

<sup>1177</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual §§ 8B 2.1.(a)(1) u (2) und 8B 2.1.(b)(1) (2010). Der von den U.S. Sentencing Guidelines vertretene Ansatz, dass die Unternehmenskultur für den Erfolg eines Compliance-Programms entscheidend ist, kann mit dem Ausspruch „*culture trumps compliance*“ prägnant zusammengefasst werden. *Corporate Compliance Committee, ABA Section of Business Law, Corporate Compliance Survey*, 60 *Business Lawyer* 1759, 1786-1787 (2005).

<sup>1178</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual § 8B 2.1.(b)(2)(B) (2010).

<sup>1179</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual § 8B 2.1.(b)(2)(A) (2010).

<sup>1180</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual § 8B 2.1.(b)(3) (2010).

<sup>1181</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual § 8B 2.1.(b)(2)(C) (2010).

Drittens hat das Compliance-Programm zu gewährleisten, dass die Compliance-Vorschriften im Unternehmensalltag durchgesetzt werden. Dazu sind Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen zu installieren, die die Einhaltung der Compliance-Vorschriften überprüfen.<sup>1182</sup> In Ergänzung zu diesen Maßnahmen ist ein Meldesystem einzurichten, durch das Unternehmensangehörige Verstöße anonym melden bzw. compliance-relevante Auskünfte erhalten können, ohne Repressionen befürchten zu müssen.<sup>1183</sup> Werden Rechtsverstöße entdeckt, sind geeignete Sanktionen zu ergreifen.<sup>1184</sup> Rechtskonformität soll aber nicht nur durch repressive Maßnahmen erreicht werden. Vielmehr sollen die Unternehmensangehörigen bezüglich der Compliance-Vorschriften geschult werden.<sup>1185</sup> Zusätzlich sollen auch positive Anreize geschaffen werden, um rechtskonformes Verhalten zu fördern.<sup>1186</sup>

Viertens ist ein angemessenes Berichtswesen einzurichten, das die Geschäftsleitung mit den für die Überwachung und Evaluierung erforderlichen Informationen versorgt.<sup>1187</sup> Schließlich soll die Effektivität des Compliance-Programms regelmäßig überprüft werden,<sup>1188</sup> wofür das individuelle Risikoprofil des Unternehmens heranzuziehen ist.<sup>1189</sup> Wenn Straftaten von Unternehmensangehörigen begangen werden, ist das Compliance-Programm entsprechend anzupassen, um derartige Verstöße in Zukunft verhindern zu können.<sup>1190</sup>

Bei der Beurteilung der Angemessenheit eines Compliance-Programms sind grundsätzlich die Unternehmensgröße, das Tätigkeitsfeld, die Vorgeschichte des Unternehmens und branchenübliche oder von Behörden veröffentlichte Compliance-Standards zu analysieren.<sup>1191</sup> Die U.S. Sentencing Guidelines berücksichtigen bei kleineren Unternehmen, dass für diese typischerweise auch weniger formelle und komplexe Compliance-Strukturen genügen.<sup>1192</sup>

Die U.S. Sentencing Guidelines nehmen auch unabhängig von einer etwaigen strafmildernden Funktion Bezug auf Compliance-Programme. Gemäß § 8D1.4(b)(1) U.S. Sentencing Guidelines

<sup>1182</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual § 8B 2.1.(b)(5)(A) (2010).

<sup>1183</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual § 8B 2.1.(b)(5)(C) (2010).

<sup>1184</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual § 8B 2.1.(b)(6)(B) (2010).

<sup>1185</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual § 8B 2.1.(b)(4) (2010).

<sup>1186</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual § 8B 2.1.(b)(6)(A) (2010).

<sup>1187</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual § 8B 2.1.(b)(2)(A) u (5)(A) (2010).

<sup>1188</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual § 8B 2.1.(b) (5)(B) (2010).

<sup>1189</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual § 8B 2.1.(c) (2010).

<sup>1190</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual § 8B 2.1.(b)(7) (2010)

<sup>1191</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual § 8B 2.1. commentary n 1.(A) (2010); *Linklater/McElyea*, RIW 1994, 121.

<sup>1192</sup> U.S. Sentencing Guidelines Manual § 8B 2.1. commentary 1.(C)(iii) (2010)

kann das Gericht einem Unternehmen als Bewährungsstrafe auferlegen, ein effektives Compliance- und Ethikprogramm auf eigene Kosten einzuführen. Durch diese Form der Bewährungsstrafe soll erreicht werden, dass die strukturellen Defizite im Unternehmen beseitigt werden, die den Rechtsverstoß erleichtert bzw. ermöglicht haben. In der Praxis machen US-Gerichte von dieser Möglichkeit regen Gebrauch.<sup>1193</sup>

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die U.S. Sentencing Guidelines allgemeine Compliance-Standards eingeführt haben, die grundsätzlich unabhängig von der Größe oder Branchenzugehörigkeit des Unternehmens anwendbar sind.<sup>1194</sup> Damit haben diese zu einer grundlegenden Änderung in der US-amerikanischen Compliance-Praxis geführt, weil Compliance bis zum Anfang der 1990er weitgehend als branchenspezifische oder anlassbezogene Notwendigkeit und nicht als allgemeine Anforderung an die Organisation eines Unternehmens angesehen wurde.<sup>1195</sup>

### **d) Strafverfolgung durch die Staatsanwaltschaft**

Compliance-Programme werden vom Department of Justice (DOJ) als wesentlicher Faktor in der Bekämpfung von Wirtschaftskriminalität seit der Veröffentlichung des sogenannten Holder Memo<sup>1196</sup> im Jahr 1999 anerkannt. Deputy Attorney General Eric Holder verfasste dieses Memorandum, um eine Vereinheitlichung der Verfolgungspraxis der Staatsanwaltschaft bei Wirtschaftskriminalität zu erreichen. Es enthielt eine demonstrative Liste an Umständen, die die Staatsanwälte vor einer Anklagerhebung gegen ein Unternehmen beachten sollten. Als einer dieser Faktoren wurden Compliance-Programme angeführt, wobei festgehalten wurde, dass lediglich effektive Programme von Relevanz seien.<sup>1197</sup>

2003 wurde das Holder Memo durch das sogenannte Thompson Memo,<sup>1198</sup> das im Eindruck des Enron Skandals konzipiert wurde, abgelöst. Während das Holder Memo für das Verfolgungser-

---

<sup>1193</sup> 2010 wurden rund 28% aller verurteilten Unternehmen dazu verpflichtet, ein effektiven Compliance- und Ethikprogramms einzurichten. *U. S. Sentencing Commission*, 2010 Sourcebook of Federal Sentencing Statistics, Tabelle 53, [http://www.ussc.gov/Data\\_and\\_Statistics/Annual\\_Reports\\_and\\_Sourcebooks/2010/Table53.pdf](http://www.ussc.gov/Data_and_Statistics/Annual_Reports_and_Sourcebooks/2010/Table53.pdf) (15.08.2011).

<sup>1194</sup> *Corporate Compliance Committee, ABA Section of Business Law*, Corporate Compliance Survey, 60 Business Lawyer 1759, 1761 (2005).

<sup>1195</sup> *Rostain*, The emergence of „law consultants“, 75 Fordham Law Review 1397, 1402 (2006).; *Corporate Compliance Committee, ABA Section of Business Law*, Corporate Compliance Survey, 60 Business Lawyer 1759, 1760 (2005).

<sup>1196</sup> *Holder*, Federal Prosecution of Corporations (1999).

<sup>1197</sup> „*The Department encourages such corporate self-policing, including voluntary disclosures to the government of any problems that a corporation discovers on its own. However, the existence of a compliance program is not sufficient, in and of itself, to justify not charging a corporation for criminal conduct undertaken by its officers, directors, employees, or agents.*“ *Holder*, Federal Prosecution of Corporations VII.A.

<sup>1198</sup> *Thompson*, Principles of Federal Prosecution of Business Organizations (2003).

messen des Staatsanwalts lediglich anleitenden Charakter hatte, war das Thompson Memo bindend. Dieses schreibt dem Management die Verantwortung für die Unternehmenskultur zu, das dadurch kriminelle Handlungen entweder erleichtern oder erschweren kann.<sup>1199</sup> Nichtsdestotrotz wird dem Unternehmen zugestanden, dass auch ein Compliance-Programm niemals alle kriminellen Handlungen verhindern kann.<sup>1200</sup> Darüber hinaus hat das Thompson Memo einen verstärkten Fokus auf die Kooperationsbereitschaft des Unternehmensgelegt und hierbei den Verzicht auf das Anwaltsgeheimnis (*attorney-client-privilege*) als berücksichtigungswürdigen Umstand genannt.<sup>1201</sup> Dies wurde von der Praxis als Drohung aufgenommen, dass Unternehmen auf das *attorney-client-privilege* verzichten müssen, um einer Anklage zu entgehen.<sup>1202</sup> Als Reaktion auf diese Kritik veröffentlichte der Deputy Attorney General McCallum ein Memorandum, das die Staatsanwaltschaften anhielt, in den einzelnen Gerichtsbezirken einen Mechanismus einzuführen, der sicherstellt, dass die Staatsanwälte nur in angemessener Weise auf den Verzicht des *attorney-client-privileges* drängen.<sup>1203</sup>

Dem Versuch des DOJ das *attorney-client-privilege* zurückzudrängen wurde schließlich durch *United States v. Stein*<sup>1204</sup> Einhalt geboten. In dieser Entscheidung wurde festgehalten, dass die Einschätzung der Kooperationsbereitschaft eines Unternehmens nicht davon abhängig gemacht werden darf, ob dieses bei behördlichen Ermittlungen die Kosten für die Rechtsberatung von Unternehmensangehörigen übernimmt. Insofern verstößt das Thompson Memorandum<sup>1205</sup> gegen das durch den 6. Verfassungszusatz<sup>1206</sup> geschützte Recht auf einen Rechtsbeistand. Im McNulty

<sup>1199</sup> *Thompson*, Principles of Federal Prosecution of Business Organizations IV.B.

<sup>1200</sup> „While the Department recognizes that no compliance program can ever prevent all criminal activity by a corporation's employees [...]. Prosecutors should therefore attempt to determine whether a corporation's compliance program is merely a 'paper program' or whether it was designed and implemented in an effective manner.” *Thompson*, Principles of Federal Prosecution of Business Organizations VII.B.

<sup>1201</sup> „In gauging the extent of the corporation's cooperation, the prosecutor may consider the corporation's willingness to [...] waive attorney-client.” *Thompson*, Principles of Federal Prosecution of Business Organizations VII.A.

<sup>1202</sup> Nach einer im Jahr 2005 durchgeführten Studie sahen US-amerikanische Inhouse-Counsel und Rechtsanwälte einen Verzicht auf das Anwaltsgeheimnis als eine Bedingung der Behörden dafür an, als kooperativ eingestuft zu werden. *Gormann*, An outline: DOJ and SEC standards on cooperation, 1581 *PLI/Corp* 887, 909 (2007).

<sup>1203</sup> *McCallum*, Waiver of Corporate Attorney-Client and Work Product Protections (2005).

<sup>1204</sup> *United States v. Stein*, 541 F.3d 130 (2d Cir. 2008).

<sup>1205</sup> „[...] a corporation's promise of support to culpable employees and agents, either through the advancing of attorneys fees, through retaining the employees without sanction for their misconduct, or through providing information to the employees about the government's investigation pursuant to a joint defense agreement, may be considered by the prosecutor in weighing the extent and value of a corporation's cooperation.” *Thompson*, Principles of Federal Prosecution of Business Organizations VI.B

<sup>1206</sup> „In all criminal prosecutions, the accused shall enjoy the right to a speedy and public trial, by an impartial jury of the State and district wherein the crime shall have been committed, which district shall have been previously ascertained by law, and to be informed of the nature and cause of the accusation; to be confronted with the witnesses against him; to have compulsory process for obtaining witnesses in his favor, and to have the Assistance of Counsel for his defence.” U.S. CONST. art. VI.

Memo,<sup>1207</sup> das 2006 das Thompson Memorandum und das McCallum Memorandum ersetzte, wurde auf diese Problematik reagiert. Die Staatsanwaltschaften sollten nur mehr bei Vorliegen eines legitimen Interesses das Unternehmen fragen, auf das *attorney-client-privilege* zu verzichten. Sollte ein Unternehmen dem jedoch nicht nachkommen, würde das nicht als unkooperatives Verhalten zu werten sein.<sup>1208</sup>

Mit dem 2008 von Deputy Attorney General Mark Filip<sup>1209</sup> veröffentlichten Memorandum wurde schließlich ein neuer Weg beschritten. Dieses wurde in das United States Attorneys' Manual (USAM), eine für US-amerikanische Staatsanwälte verbindliche Richtlinie, inkorporiert.<sup>1210</sup> Inhaltlich wurden weitestgehend die schon seit dem Holder Memo skizzierten Grundsätze für die Einschätzung der Strafwürdigkeit sowie der Effektivität von Compliance-Programmen übernommen. Im Gegensatz zur früher geübten Praxis rückt das Filip Memo vollständig davon ab, einen Verzicht auf das *attorney-client-privilege* als eine Voraussetzung für eine positive Einschätzung der Kooperationsbereitschaft anzusehen, indem die Staatsanwälte nunmehr gemäß § 9-28.710 USAM angewiesen werden, Unternehmen nicht mehr zur Abgabe eines Verzichts anzuhalten.

Für die Abwägung der Strafwürdigkeit einer Tat enthält das Filip Memo eine demonstrative<sup>1211</sup> Liste an Faktoren, die Staatsanwälte zu berücksichtigen haben. Zu beachten sind unter anderem, ob das Unternehmen bereits in der Vergangenheit in ähnliche Rechtsverstöße verwickelt war, ob die Unternehmensführung die Verstöße geduldet hat oder selbst daran beteiligt war, ob das Unternehmen freiwillig und umfassend in den Ermittlungen kooperiert hat, ob zum Tatzeitpunkt ein effektives Compliance-Programm vorhanden war und welche Maßnahmen das Unternehmen nach Bekanntwerden der Verstöße vorgenommen hat.<sup>1212</sup>

Bei der Beurteilung eines Compliance-Programms ist zu prüfen, ob dieses trotz eines Verstoßes grundsätzlich als effektiv zu werten ist. Nur ein effektives Compliance-Programm kann als Faktor anerkannt werden, der gegen eine Strafverfolgung spricht.<sup>1213</sup> Daher ist von der Staatsanwaltschaft zu hinterfragen, ob ein für das spezifische Risikoprofil des Unternehmens angemessenes

---

<sup>1207</sup> *McNulty*, Principles of Federal Prosecution of Business Organizations (2006).

<sup>1208</sup> *McNulty*, Principles of Federal Prosecution of Business Organizations VII.B.2.

<sup>1209</sup> *Filip*, Principles of Federal Prosecution of Business Organizations (2008).

<sup>1210</sup> USAM § 9-28.000.

<sup>1211</sup> USAM § 9-28.300.A.

<sup>1212</sup> USAM § 9-28.300.B.

<sup>1213</sup> USAM § 9-28.800.A.

Compliance-Programm vorhanden war, und ob die Unternehmensführung dessen Umsetzung und Einhaltung tatsächlich überwacht hat. Zu analysieren sind insbesondere wie oft und über welchen Zeitraum Verstöße begangen wurden, welcher Hierarchieebene die Täter angehören, welche Maßnahmen das Unternehmen zur Verfolgung und Aufklärung der Verstöße unternommen hat, welche unternehmensinternen Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen vorhanden sind, ob unternehmensinterne Melde- und Berichtssysteme zur raschen Information der Geschäftsleitung über potentielle Compliance-Verstöße eingerichtet sind, ob die Compliance-Abteilung über genügend Personal und Ressourcen für die Erfüllung ihrer Aufgaben verfügt, ob die Unternehmensangehörigen über das Compliance-Programm informiert und vom *commitment* der Geschäftsleitung überzeugt sind, ob das Unternehmen mit den Behörden umfassend und freiwillig kooperiert hat und ob das Unternehmen sein Compliance-Programm angepasst hat, um derartige Verstöße in der Zukunft zu verhindern. Darüber hinaus verweist das Filips Memo ergänzend auch auf die in den U.S. Sentencing Guidelines enthaltenen Grundsätze zur Beurteilung von Compliance-Programmen. Um diese Prüfungsparameter anhand des spezifischen Risikoprofils des Unternehmens richtig einschätzen zu können, sollen die Staatsanwälte auch mit anderen Behörden, insbesondere der SEC, zusammenarbeiten.<sup>1214</sup>

Für den Fall, dass sich eine Gesellschaft bei der Aufklärung von Straftaten ihrer Organmitglieder oder Dienstnehmer kooperativ zeigt und ihre Schuld gering ist, steht dem Staatsanwalt die Möglichkeit offen, auf andere Weise als mit Anklageerhebung vorzugehen.<sup>1215</sup> In Frage kommen insbesondere Deferred Prosecution Agreements und Non-Prosecution Agreements zwischen der Staatsanwaltschaft und dem Unternehmen.<sup>1216</sup> Diese sind für ein Unternehmen nützlich, weil durch ihren Abschluss ein Gerichtsverfahren vermieden werden kann.<sup>1217</sup> Dieser Vorteil wird jedoch mit mitunter weitreichenden Auflagen erkaufte.<sup>1218</sup>

<sup>1214</sup> USAM § 9-28.800.B.

<sup>1215</sup> „In some circumstances, therefore, granting a corporation immunity or amnesty or pretrial diversion may be considered in the course of the government's investigation. In such circumstances, prosecutors should refer to the principles governing non-prosecution agreements generally.” USAM § 9-28.200.B.

<sup>1216</sup> IdR wird bei Ermittlungen gegen einen Emittenten wegen Verstößen gegen die Insiderverbote die Zustimmung des Assistant Attorney General für den Abschluss von Non Prosecution Agreements und Deferred Prosecution Agreements von Nöten sein. Vgl. USAM § 9-27.640.A.2.c; USAM § 9-27.641.A.

<sup>1217</sup> Deferred Prosecution Agreements und Non-Prosecution Agreements haben sich in der Praxis bewährt. Seit 1993 hat das DOJ 152 derartige Vereinbarungen abgeschlossen, wovon es lediglich in einem Fall wegen Verletzung der Auflagen zu einem Gerichtsverfahren gekommen ist. *United States Government Accountability Office, DOJ Has Taken Steps to Better Track Its Use of Deferred and Non-Prosecution Agreements, but Should Evaluate Effectiveness* (2009) 23f, <http://www.gao.gov/new.items/d10110.pdf> (15.08.2011).

<sup>1218</sup> Zum Teil werden parallel zu Deferred Prosecution Agreements und Non-Prosecution Agreements mit dem DOJ auch Vereinbarungen mit anderen Ermittlungsbehörden abgeschlossen, die weitere Geldstrafen oder Auflagen für ein Unternehmen bedeuten können. Vgl. *SEC, SEC v. UBS AG*, Litigation Release No. 20905 (Feb. 18, 2009).

Deferred Prosecution Agreements werden nach Anklagerhebung abgeschlossen und bedürfen gemäß 18 USC § 3161(h)(2) einer gerichtlichen Genehmigung. Sie sehen vor, dass die Anklage während einer Probezeit aufgeschoben und schlussendlich fallengelassen wird, wenn das Unternehmen die Vereinbarung erfüllt. Im Gegensatz dazu wird ein Non-Prosecution Agreement bereits vor einer formalen Anklage abgeschlossen. Sofern das Unternehmen während einer Probezeit nicht gegen das Non-Prosecution Agreement verstößt, verzichtet der Staatsanwalt auf das Einbringen einer Anklage. Beide Formen der Pretrial Diversion Vereinbarungen sind inhaltlich weitgehend ident. Sie enthalten typischerweise eine Darstellung des Sachverhalts, aufgrund dessen gegen das Unternehmen und Unternehmensangehörige ermittelt wird, eine Bestätigung dieses Sachverhalts durch das Unternehmen, eine Vereinbarung über Geldstrafen und gegebenenfalls eine Gewinnabschöpfung, die Pflicht des Unternehmens zur umfassenden Kooperation mit den Ermittlungsbehörden, sowie verschiedene zivil- und strafprozessuale Erklärungen des Unternehmens beispielsweise zum Verzicht auf die Verjährungseinrede.<sup>1219</sup> Darüber hinaus verpflichtet sich das Unternehmen in diesen Vereinbarungen zur Umsetzung bestimmter Compliance-Maßnahmen und einer externen Evaluierung derselben. Ein 2008 von Acting Deputy Attorney General Craig S. Morford veröffentlichtes Memorandum erläutert Prinzipien für die externe Evaluierung, die sicherstellen sollen, dass diese Überprüfung sorgfältig und von einer unabhängigen Person durchgeführt wird.<sup>1220</sup> Diese Richtlinie wurde 2010 durch ein Memorandum von Acting Deputy Attorney General Gary G. Grindler ergänzt.<sup>1221</sup>

Die Staatsanwaltschaft kann mit Unternehmen auch Plea Agreements abschließen. In einer derartigen Vereinbarung verpflichtet sich das Unternehmen dazu, sich vor Gericht für die am schwersten zu bestrafende und am einfachsten zu beweisende Straftat schuldig zu bekennen.<sup>1222</sup> Im Gegenzug verpflichtet sich der Staatsanwalt, andere Straftaten nicht anzuklagen, ein bestimmtes Strafmaß zu fordern oder ein vom Beschuldigten vorgeschlagenes Strafmaß nicht zu

---

<sup>1219</sup> Vgl. *United States v. Daimler AG*, Deferred Prosecution Agreement, <http://www.justice.gov/criminal/fraud/fcpa/cases/daimler/03-24-10daimlerag-agree.pdf> (15.08.2011); *United States v. Deutsche Bank AG*, Non-Prosecution Agreement, <http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/DeutscheNPA.pdf> (15.08.2011); *United States v. UBS AG*, Deferred Prosecution Agreement, [http://www.justice.gov/tax/UBS\\_Signed\\_Deferred\\_Prosecution\\_Agreement.pdf](http://www.justice.gov/tax/UBS_Signed_Deferred_Prosecution_Agreement.pdf) (15.08.2011).

<sup>1220</sup> *Morford*, Selection and Use of Monitors in Deferred Prosecution Agreements and Non-Prosecution Agreements with Corporations (2008).

<sup>1221</sup> *Grindler*, Additional Guidance on the Use of Monitors in Deferred Prosecution Agreements and Non-Prosecution Agreements with Corporations (2010).

<sup>1222</sup> USAM § 9-27.430.A.

bestreiten.<sup>1223</sup> Ein Plea Agreement über das Strafmaß ist für das Gericht jedoch nicht bindend.<sup>1224</sup> Ob der Abschluss eines Plea Agreements angemessen ist, ist von der Staatsanwaltschaft nach den allgemeinen auf natürliche Personen anwendbaren Maßstäben zu beurteilen.<sup>1225</sup> Im Gegensatz zu Deferred Prosecution Agreements und Non-Prosecution Agreements kann mit einem Plea Agreement ein Gerichtsverfahren nicht vermieden, sondern nur eine Reduktion der Strafe erreicht werden. Einem Plea Agreement kommt in der Praxis aber auch ein spezialpräventiver Charakter zu,<sup>1226</sup> weil es genauso wie die Deferred Prosecution Agreements und Non-Prosecution Agreements eine Verpflichtung des Unternehmens enthält, risikospezifische Compliance Maßnahmen zu ergreifen und diese von einer externen Stelle evaluieren zu lassen.<sup>1227</sup>

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die von den Deputy Attorney Generals seit 1999 veröffentlichten Memoranden sowie die Aussicht auf Abschluss von Vereinbarungen mit dem DOJ einen starken Anreiz für Unternehmen bieten, ein effektives Compliance-Programm einzuführen und dieses im Unternehmensalltag zu verankern. Jedoch wird nur ein Compliance-Programm, das angemessen konzipiert, umgesetzt, evaluiert und angepasst wurde, gemäß den oben dargestellten Standards als effektiv eingestuft werden.

#### e) **Kapitalmarktrecht**

Der SEA enthält für Emittenten keine explizite Pflicht zur Ergreifung von Compliance-Maßnahmen. Lediglich Finanzinstitute, Wertpapierhändler und Anlageberater sind gemäß §§ 15(g) SEA und 204A Investment Advisers Act verpflichtet, angemessene organisatorische Maßnahmen durchzuführen, um die missbräuchliche Weitergabe von Insiderinformation zu verhindern.<sup>1228</sup> Nichtsdestotrotz bieten der SEA und die auf dessen Grundlage erlassenen Verordnungen

<sup>1223</sup> Rule 11(c)(1) Federal Rules of Procedure.

<sup>1224</sup> Rule 11(a)(1) Federal Rules of Procedure.

<sup>1225</sup> USAM § 9-28.1300.

<sup>1226</sup> USAM § 9-28.1300.B.

<sup>1227</sup> Vgl. *United States v. Siemens Aktiengesellschaft*, Plea Agreement, <http://www.justice.gov/criminal/fraud/fcpa/cases/siemens/12-15-08siemensakt-plea.pdf> (15.08.2011).

<sup>1228</sup> Die SEC hat die Kompetenz eingeräumt bekommen, durch eine Verordnung den Begriff der angemessenen organisatorischen Maßnahme zu konkretisieren. Zwar hat sie von dieser Ermächtigung nicht Gebrauch gemacht, jedoch 1990 einen unverbindlichen Maßnahmenkatalog veröffentlicht. „*The Division has concluded from its comprehensive review of broker-dealer Chinese Walls that Commission rulemaking, at this time, is not a necessary response [...]. In this connection, we are concerned that SEC rulemaking standards risk being unnecessarily rigid. The type and formality of Chinese Wall procedures must vary with the size and activities engaged in by each firm.*” SEC, Division of Market Regulation, Broker-Dealer Policies and Procedures Designed to Segment the Flow and Prevent the Misuse of Material Nonpublic Information (1990) 26.

gen an etlichen Stellen erhebliche Anreize für Emittenten, Insider-Compliance Maßnahmen zu ergreifen.

Emittenten sind als *controlling persons* den Risiken einer zivilrechtlichen Haftung gemäß § 20(a) und einer Geldstrafe gemäß § 21A(a)(1) SEA ausgesetzt. Diese Risiken können gemindert werden, indem der Emittent angemessene Vorkehrungen trifft, um Insiderhandel zu verhindern.<sup>1229</sup>

Rule 10b5-1 stellt die widerlegliche Vermutung auf, dass ein Insider eine Insiderinformation verwendet hat, wenn er zum Zeitpunkt seiner Anlageentscheidung über das Vorliegen einer Insiderinformation in Kenntnis war, was für einen Emittenten beim Aktienrückkauf von Relevanz sein kann. Die Vermutung gilt gemäß Rule 10b5-1(c)(2)(ii) als widerlegt, wenn der Emittent nachweisen kann, dass er die für das jeweilige Unternehmen erforderlichen Richtlinien erlassen und Maßnahmen ergriffen hat, um Insiderhandel zu verhindern.

Emittenten haben gemäß § 406 SOA gegenüber der SEC offenzulegen, ob sie einen Verhaltenskodex (*Code of Ethics*) für Mitglieder der Geschäftsleitung und sonstige leitende Angestellte, die für die Buchhaltung und das Rechnungswesen des Emittenten zuständig sind, erlassen haben. Dieser Kodex soll das ethische Verhalten des Emittenten, die Erfüllung der auf ihn anwendbaren Publizitätspflichten und die Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften sicherstellen. Falls er keinen Verhaltenskodex erlassen hat, ist er verpflichtet, die Gründe hierfür offenzulegen. In Umsetzung der Meldepflicht hat die SEC durch Item 406 der Regulation S-K und Regulation S-B<sup>1230</sup> den Anwendungsbereich der § 406 SOA insofern erweitert, als der Emittent zusätzlich anzuführen hat, ob eine diesbezügliche schriftliche Richtlinie erlassen wurde, die an sämtliche Mitglieder der Geschäftsleitung und die leitenden Angestellten gerichtet ist.

§ 306 SOA führt für Mitglieder der Geschäftsleitung eines Emittenten von Aktien ein Handelsverbot mit dessen Aktien und sich darauf beziehende Derivate ein.<sup>1231</sup> Dieses gilt für die Dauer jener Sperrfristen, die auf jene privaten Pensionsvorsorgemodelle anwendbar sind, welche vom

---

<sup>1229</sup> Vgl. Kapitel 6.3.2.

<sup>1230</sup> 17 C.F.R. § 228.

<sup>1231</sup> Durch dieses Handelsverbot soll eine Chancengleichheit von Mitgliedern der Geschäftsleitung und Mitarbeitern beim Handel mit Aktien des Emittenten erzielt werden. SEC, Release No. 34-47225, 68 Fed. Reg. 4338 (Jan. 22, 2003).

Emittenten für seine Mitarbeiter angeboten werden. Der Emittent hat die Mitglieder der Geschäftsleitung und die SEC rechtzeitig über ein bevorstehendes Handelsverbot zu informieren.

Compliance ist auch im Zusammenhang mit der Regulation FD relevant. Die SEC sah in *In the Matter of Christopher A. Black* von einer Verfolgung des Emittenten wegen eines Verstoßes gegen die Publizitätsvorschriften der Regulation FD nach einer selektiven Weitergabe kursrelevanter Informationen durch das für Investor-Relations zuständige Mitglied der Geschäftsleitung ab, weil beim Emittenten ein angemessenes Compliance Programm eingerichtet war, dieser umgehend den Vorfall der SEC meldet und sich in der darauf folgenden Ermittlung kooperativ verhielt, sowie der Verstoß ausschließlich auf das Fehlverhalten des Mitglieds der Geschäftsleitung zurückzuführen war.<sup>1232</sup>

#### *f) Schutz für Whistleblower*

Seit den 1980ern haben Whistleblower-Vorschriften im US-amerikanischen Recht als Mechanismus zur Aufdeckung unternehmensinterner Missstände weite Verbreitung gefunden.<sup>1233</sup> Durch den SOA wurde der Schutz von Whistleblowern auch auf Meldungen über Verstöße gegen kapitalmarktrechtliche Vorschriften ausgedehnt. Gemäß § 301 SOA soll der Prüfungsausschuss des Verwaltungsrats eines Emittenten Whistleblower-Systeme einführen, die den Empfang und die Bearbeitung von Beschwerden über die Buchhaltung und interne Kontrollmechanismen des Emittenten sowie die vertrauliche und anonyme Meldung potentieller Missstände im Rechnungswesen durch Mitarbeiter des Emittenten ermöglichen.

Darüber hinaus hat § 806 SOA den U.S. Criminal Code um § 1514A erweitert. Diese Vorschrift verbietet es einem Emittenten,<sup>1234</sup> dessen Organmitgliedern und sonstigen Unternehmensangehörigen, Whistleblower zu entlassen oder anderweitig nachteilig zu behandeln, wenn diese Hinweise insbesondere über mögliche Verstöße gegen Anlegerschutzvorschriften an staatliche Aufsichts- und Ermittlungsbehörden, Abgeordnete des Kongresses oder leitende Angestellte oder andere Mitarbeiter des Emittenten, die zur Aufklärung von Missständen berufen sind, weitergeben. Dieser Schutz erstreckt sich auch auf die Kooperation bei daran anschließenden Ermittlungen. Der Whistleblower hat nach § 806(b) SOA das Recht, im Fall einer Diskriminierung durch

---

<sup>1232</sup> Im Gegensatz zum Emittenten wurde gegen das Mitglied der Geschäftsleitung ein Verwaltungsstrafverfahren eingeleitet und eine zivilrechtliche Klage auf Schadenersatz eingebracht. SEC, Release No. 60715 (Sept. 24, 2009).

<sup>1233</sup> Umfassend dazu *Callahan/Dworkin*, The State of State Whistleblower Protection, 38 American Business Law Journal 99 (2000).

<sup>1234</sup> Erfasst werden alle Emittenten, die gemäß § 12 SEA registriert sind, sowie Emittenten, die gemäß § 15(d) SEA Meldepflichten unterliegen.

seinen Arbeitgeber eine Beschwerde beim Department of Labor einzulegen sowie Schadenersatz und Wiedereinstellung zu verlangen. Vergeltungsmaßnahmen gegen einen Whistleblower, der wahrheitsgemäße Informationen über eine nach dem Bundesrecht strafbare Tat an Ermittlungsbehörden übermittelt hat, sind darüber hinaus gemäß § 1107 SOA mit einer Geldstrafe und/oder einer Freiheitsstrafe bis zu 10 Jahren zu bestrafen.<sup>1235</sup>

Durch den Dodd-Frank Act wurde der Schutz für Whistleblower weiter ausgebaut. Zum einen wurde der Anwendungsbereich von § 1514A U.S. Criminal Code erweitert und verbietet nunmehr auch allen konsolidierten Tochtergesellschaften von Emittenten sowie Ratingagenturen Repressionen gegen Mitarbeiter zu ergreifen, die als Whistleblower tätig werden. Darüber hinaus wurden in der neu eingefügten Sec 21F SEA sowohl finanzielle Anreize zur Meldung von Verstößen gegen kapitalmarktrechtliche Vorschriften an die SEC<sup>1236</sup> verbessert als auch ein Schutz vor Repressionen des Arbeitgebers eingefügt. Der Schutz des Whistleblowers wird auf zwei Ebenen gesichert. Erstens ist die Identität des Whistleblowers von der SEC bis zur Eröffnung eines öffentlichen Verfahrens geheim zu halten.<sup>1237</sup> Und zweitens wird dem Arbeitgeber verboten, den Whistleblower direkt oder indirekt zu benachteiligen, belästigen, suspendieren oder entlassen, weil er der SEC Informationen gegeben, Auskünfte erteilt oder in behördlichen oder gerichtlichen Verfahren kooperiert hat.<sup>1238</sup> Verstößt der Arbeitgeber gegen dieses Verbot, kann der Whistleblower eine zivilrechtliche Klage einbringen.<sup>1239</sup> Im Fall des Obsiegens stehen ihm insbesondere das Recht auf Wiedereinstellung, ein Schadenersatz in zweifacher Höhe des aufgrund der Diskriminierung entgangenen Entgelts sowie Kostenersatz für die Verfahrens- und Rechtsberatungskosten<sup>1240</sup> zu.

---

<sup>1235</sup> „Whoever knowingly, with the intent to retaliate, takes any action harmful to any person, including interference with the lawful employment or livelihood of any person, for providing to a law enforcement officer any truthful information relating to the commission or possible commission of any Federal offense, shall be fined under this title or imprisoned not more than 10 years, or both.” § 1107 SOA. § 1107 SOA kommt im Gegensatz zu § 807 SOA extraterritoriale Geltung zu. *Carnero v. Boston Scientific*, 433 F.3d 1 (1st Cir. 2006), *cert. den.* 126 S. Ct. 2973 (2006). Die extraterritoriale Geltung von § 1107 SOA ist ausdrücklich geregelt.

<sup>1236</sup> Dazu ausführlich Kapitel 6.2.10(b).

<sup>1237</sup> § 21F (h)(2)(A) SEA.

<sup>1238</sup> § 21F (h)(1)(A) SEA.

<sup>1239</sup> § 21F (h)(1)(C) SEA.

<sup>1240</sup> Nach der sogenannten *American Rule* scheidet ein Ersatz von Anwaltskosten grundsätzlich auch im Fall des Obsiegens aus, sofern nicht der Ersatz im Einzelfall gesetzlich angeordnet wird. Vgl. *Alyeska Pipeline Service Co. v. Wilderness Society*, 421 U.S. 240 (1975); *Vargo*, *The American Rule on Attorney Fee Allocation: The Injured Person's Access to Justice*, 42 *American University L. Rev.* 1567, 1567 (1993).

**g) SEC Verfolgungsmaßnahmen**

Neben den Memoranden der Deputy Attorney Generals des DOJ ist auf die Verfolgungsstandards der SEC zu verweisen, die ebenfalls einen Anreiz bieten, ein Compliance-Programm zu installieren. Der Grundstein wurde 2001 mit der Veröffentlichung des sogenannten Seaboard Reports<sup>1241</sup> gelegt. Darin wurden anhand von 13 Fragen die wesentlichen Faktoren des Verfolgungsermessens der SEC umrissen, jedoch ohne konkrete Verhaltens- oder Organisationspflichten zu nennen. Im Wesentlichen wurde festgehalten, dass die Compliance-Anstrengungen des Unternehmens am Problembewusstsein der Geschäftsleitung, an der angemessenen innerbetrieblichen Verankerung von Compliance-Maßnahmen, der konsequenten Reaktion auf Compliance-Verstöße und der Kooperationsbereitschaft im Zuge laufender Ermittlungen zu messen sind.<sup>1242</sup> Auf die Rolle von Compliance-Maßnahmen wird explizit in der zweiten Frage eingegangen:

*„[...] What compliance procedures were in place to prevent the misconduct now uncovered? Why did those procedures fail to stop or inhibit the wrongful conduct?“*<sup>1243</sup>

Zwar bietet der Seaboard Report keine konkrete Anleitung zur Einrichtung einer Compliance-Organisation, nichtsdestotrotz stellt die SEC damit wichtige Anhaltspunkte für eine angemessene Compliance-Strategie und die Bedeutung der Kooperation mit den Ermittlungsbehörden klar. In der Praxis führen die vagen Standards des Seaboard Reports jedoch dazu, dass sich die Unternehmen unter Druck gesetzt fühlen, sich gegenüber der SEC besonders kooperativ zu verhalten.<sup>1244</sup> Diese Einschätzung ergibt sich nicht zuletzt daraus, dass das Enforcement Manual der SEC bei der Beurteilung der Kooperationsbereitschaft von Unternehmen explizit auf den Seaboard Report verweist.<sup>1245</sup>

---

<sup>1241</sup> SEC, Release No. 44969, 2001 WL 1301408 (Oct. 23, 2001). Der Seaboard Report wurde nach der Seaboard Corporation benannt, obwohl im dem Bericht der SEC zugrundeliegenden Verfahren lediglich eine Angestellte eines Tochterunternehmens der Seaboard Corporation verfolgt wurde, weil die Konzernmutter ein angemessenes Compliance-Programm installiert hatte und besonders kooperativ gegenüber den Ermittlungsbehörden aufgetreten war.

<sup>1242</sup> Vgl. Gormann, An outline: DOJ and SEC standards on cooperation, 1581 PLI/Corp 887, 900 (2007).

<sup>1243</sup> SEC, Release No. 44969, 2001 WL 1301408 (Oct. 23, 2001).

<sup>1244</sup> Gormann, An outline: DOJ and SEC standards on cooperation, 1581 PLI/Corp 887, 905 (2007). Im Zentrum der Kritik steht vor allem, dass mangels verbindlicher Kooperationsstandards die Unternehmen ohne jegliche Rechtssicherheit agieren und sich nicht darauf verlassen können, dass ihre Anstrengungen als kooperativ bewertet werden. Gormann, An outline: DOJ and SEC standards on cooperation, 1581 PLI/Corp 887, 918 (2007).

<sup>1245</sup> SEC Division of Enforcement, Enforcement Manual (2011) 6.1.2, <http://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf> (15.08.2011).

Mit der Novelle des Enforcement Manuals im Jahr 2010 hat die SEC sogenannte Cooperation Agreements, Deferred Prosecution Agreements und Non-Prosecution Agreements neu eingeführt. Dabei hat sie sich an den vom DOJ bereits im langjährigen Einsatz erprobten Maßnahmen orientiert. Diese drei neuen Typen an Vereinbarungen sollen als Hilfsmittel für Ermittlungs- und Verfolgungsmaßnahmen dienen, um Privatpersonen und Unternehmen zur Meldung von Verdachtsfällen sowie zur aktiven Zusammenarbeit mit der SEC zu motivieren.<sup>1246</sup> Seit der Novelle des Enforcement Manuals wurden bereits je ein Deferred Prosecution Agreement<sup>1247</sup> und ein Non-Prosecution Agreement<sup>1248</sup> abgeschlossen.

In einem ersten Schritt kann die Enforcement Division in einem Cooperation Agreement mit dem kooperationswilligen Verdächtigen vereinbaren, der SEC zu empfehlen, derzeit keine weiteren Verfolgungsmaßnahmen gegen diesen zu setzen. Voraussetzung hierfür ist, dass der Verdächtige bereits wesentliche Hilfestellung bei den Ermittlungen geleistet hat oder voraussichtlich leisten wird und sich verpflichtet, vollständige und wahrheitsgemäße Auskünfte zu erteilen, sowie einen Verjährungsverzicht abzugeben. Ein Verstoß gegen diese Bedingungen berechtigt die Enforcement Division, eine Empfehlung zur Einleitung weiterer Verfolgungsmaßnahmen auszusprechen.<sup>1249</sup> Möchte die SEC diese aufschieben, kann sie mit dem kooperationswilligen Verdächtigen ein Deferred Prosecution Agreement abschließen, sofern sich dieser insbesondere verpflichtet, vollständige und wahrheitsgemäße Auskünfte zu geben, bestimmte Auflagen einzuhalten und einen Verjährungsverzicht zu abzugeben. Darüber hinaus hat der Verdächtige bei Fortsetzung des Verfahrens das für eine Verletzung der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften tatbestandsmäßige Verhalten zuzugeben oder nicht zu bestreiten. Verstößt der Verdächtige gegen das Deferred Prosecution Agreement, kann die SEC das Verfahren fortsetzen.<sup>1250</sup> Schlussendlich kann die SEC in besonders berücksichtigungswürdigen Einzelfällen auch ein Non-Prosecution Agreement abschließen und von einer Verfolgung zurücktreten. Eine derartige Vereinbarung kommt im Wesentlichen nur dann in Frage, wenn der Verdächtige bereits umfassend mit der SEC kooperiert hat und in der Vergangenheit noch nicht wegen Verletzung der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften bestraft wurde. Weiters hat sich der Verdächtige im Non-Prosecution

---

<sup>1246</sup> SEC, SEC Announces Initiative to Encourage Individuals and Companies to Cooperate and Assist in Investigations (2010), <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-6.htm> (15.08.2011).

<sup>1247</sup> SEC v. *Tenaris S.A.*, Deferred Prosecution Agreement, <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-112-dpa.pdf> (15.08.2011).

<sup>1248</sup> SEC v. *Carter's, Inc.*, Non-Prosecution Agreement, <http://www.sec.gov/litigation/cooperation/2010/carters1210.pdf> (15.08.2011).

<sup>1249</sup> SEC Division of Enforcement, Enforcement Manual 6.2.2.

<sup>1250</sup> SEC Division of Enforcement, Enforcement Manual 6.2.3.

Agreement zu verpflichten, vollständige und wahrheitsgemäße Auskünfte zu geben und bestimmte Auflagen einzuhalten. Sofern der Verdächtige dagegen verstößt, ist die SEC berechtigt, ein Verfahren gegen ihn einzuleiten.<sup>1251</sup>

### 6.3.2. Compliance Maßnahmen

Wie bereits erläutert sind insiderspezifische Compliance-Maßnahmen nur für Wertpapierdienstleister gesetzlich vorgesehen. Nichtsdestotrotz richten Emittenten in der Praxis Insider-Compliance-Programme ein, um ihre straf- und kapitalmarktrechtlichen Haftungsrisiken zu minimieren.

#### a) *Compliance-Organisation*

Der Geschäftsleitung des Emittenten kommt bei der Ein- und Durchführung eines Insider-Compliance-Programms die Führungsrolle zu.<sup>1252</sup> Für die operative Umsetzung ist ein Compliance-Officer einzusetzen.<sup>1253</sup> Dabei sollte es sich um einen Unternehmensangehörigen in leitender Funktion handeln, der über die erforderlichen Kompetenzen für die Erfüllung seiner Aufgaben verfügt.<sup>1254</sup> Er hat der Geschäftsleitung regelmäßig über die durchgeführten Compliance-Maßnahmen und entdeckten Vorfälle Bericht zu erstatten.<sup>1255</sup> Diese sollte sich jedoch nicht nur auf die Berichte verlassen, sondern den Compliance-Officer auch persönlich befragen.<sup>1256</sup>

Zu den Aufgaben des Compliance-Officers zählt unter anderem die Verteilung der Insider-Compliance-Richtlinie an die Unternehmensangehörigen, die Schulung von Mitarbeitern, die Beantwortung von Fragen zur Insider-Compliance-Richtlinie und die Dokumentation der Compliance-Maßnahmen.<sup>1257</sup> Um seine Aufgaben tatsächlich wahrnehmen zu können, ist er mit angemessenen sachlichen und personellen Ressourcen auszustatten.

<sup>1251</sup> *SEC Division of Enforcement*, Enforcement Manual 6.2.4.

<sup>1252</sup> Zusammenfassend kann man die Rolle der Unternehmensleitung bei der Ein- und Durchführung eines Compliance-Programms mit den Worten des ehemaligen Direktors der SEC Division of Enforcement Stephen M. Cutler illustrieren: „*You've got to talk the talk; and you've got to walk the walk.*“ *Cutler*, *Tone at the Top: Getting it Right*, <http://sec.gov/news/speech/spch120304smc.htm> (15.08.2011).

<sup>1253</sup> Da die Geschäftsleitung für Compliance verantwortlich ist, hat den Compliance-Officer zu überwachen. *Walker*, *Board oversight of a compliance program: The implications of Stone v. Ritter*, 1661 *PLI/Corp* 67, 76 (2008).

<sup>1254</sup> *Berkeley*, *Form of summary memorandum and sample corporate policy on insider trading*, SM052 ALI-ABA 523, 534 (2007).

<sup>1255</sup> *Steinberg/Fletcher*, *Compliance programs for insider trading*, 47 *SMU L. Rev.* 1783, 1794 (1994).

<sup>1256</sup> *Walker*, *Board oversight of a compliance program: The implications of Stone v. Ritter*, 1661 *PLI/Corp* 67, 76 (2008).

<sup>1257</sup> *Berkeley*, *Form of summary memorandum and sample corporate policy on insider trading*, SM052 ALI-ABA 523, 534 (2007).

Damit die unternommenen Compliance-Anstrengungen im Fall von Ermittlungen bzw. Verfahren gegen den Emittenten nachvollziehbar dargestellt werden können, kommt der Dokumentation besondere Bedeutung zu.<sup>1258</sup> Insbesondere sollten die Teilnehmer und Inhalte von Schulungen schriftlich erfasst werden.<sup>1259</sup>

### **b) Compliance-Richtlinie**

US-amerikanische Emittenten erlassen typischerweise allgemeine Verhaltensrichtlinien (*codes of conduct*), und spezifische Compliance-Handbücher (*memoranda*), durch die die Unternehmensangehörigen zur Beachtung des Insiderrechts und der Einhaltung bestimmter Präventivmaßnahmen verpflichtet werden. Zusätzlich wird das *commitment* der Geschäftsleitung durch die Veröffentlichung von Stellungnahmen zur Bedeutung der Einhaltung des Insiderrechts (*policy statements on insider trading*) verdeutlicht.<sup>1260</sup>

Die Compliance-Richtlinie sollte die Insiderverbote allgemein verständlich erklären und die charakteristischen Eigenschaften einer Insiderinformation praxisnah darlegen.<sup>1261</sup> Weiters sollten die Unternehmensangehörigen über die rechtlichen Sanktionen für Insiderhandel, insbesondere die arbeitsrechtlichen Konsequenzen, aufgeklärt werden.<sup>1262</sup> In der Compliance-Richtlinie sollten auch Ansprechpartner genannt werden, die bei Zweifelsfragen kontaktiert werden können.<sup>1263</sup>

Neben diesen Mindestinhalten bietet es sich an, noch weitere Themen aufzunehmen. Dazu zählt der Umgang mit Journalisten und Analysten, weil beim Kontakt mit diesen Personen das Risiko einer irrtümlichen Weitergabe von Insiderinformationen besteht.<sup>1264</sup> Schließlich könnten auch Unternehmensangehörige, die der Directors' Dealings Meldepflicht gemäß § 16(a) SEA unterliegen, verpflichtet werden, sämtliche Geschäfte mit Wertpapieren des Emittenten dem Compliance-Officer zu melden.<sup>1265</sup>

---

<sup>1258</sup> T. L. Banks/F. Z. Banks, *Corporate Legal Compliance Handbook* 1-15.

<sup>1259</sup> Steinberg/Fletcher, *Compliance programs for insider trading*, 47 SMU L. Rev. 1783, 1794 (1994).

<sup>1260</sup> Steinberg/Fletcher, *Compliance programs for insider trading*, 47 SMU L. Rev. 1783, 1828 (1994); Berkeley, *Form of summary memorandum and sample corporate policy on insider trading*, SM052 ALI-ABA 523, 530 (2007).

<sup>1261</sup> Steinberg/Fletcher, *Compliance programs for insider trading*, 47 SMU L. Rev. 1783, 1791 and 1793 (1994); Berkeley, *Form of summary memorandum and sample corporate policy on insider trading*, SM052 ALI-ABA 523, 531 (2007).

<sup>1262</sup> Chasin, *Insider v. Issuer: Resolving and Preventing Insider Trading. Compliance Policy Disputes*, 50 UCLA L. Rev. 859, 862 (2003); Berkeley, *Form of summary memorandum and sample corporate policy on insider trading*, SM052 ALI-ABA 523, 531 (2007); Steinberg/Fletcher, *Compliance programs for insider trading*, 47 SMU L. Rev. 1783, 1792 (1994).

<sup>1263</sup> Steinberg/Fletcher, *Compliance programs for insider trading*, 47 SMU L. Rev. 1783, 1792 (1994).

<sup>1264</sup> Steinberg/Fletcher, *Compliance programs for insider trading*, 47 SMU L. Rev. 1783, 1831-1832 (1994).

<sup>1265</sup> Steinberg/Fletcher, *Compliance programs for insider trading*, 47 SMU L. Rev. 1783, 1831-1833 (1994).

Die Unternehmensangehörigen sollten schriftlich bestätigen, dass sie die Compliance-Richtlinie übernommen, gelesen und verstanden haben. Darüber hinaus sollte der Compliance-Officer sicherstellen, dass die Richtlinie den Unternehmensangehörigen regelmäßig zur Kenntnis gebracht wird.<sup>1266</sup>

**c) Schulungen**

Die Inhalte der Compliance-Richtlinie sollten den Unternehmensangehörigen durch Schulungsmaßnahmen regelmäßig näher gebracht werden.<sup>1267</sup> Dadurch sollen diese sowohl mit der Gesetzeslage vertraut gemacht, als auch über den Umgang mit Insiderinformationen im Unternehmensalltag informiert werden. Compliance-Schulungen für die Mitglieder der Geschäftsleitung sollten sich auf jene Bereiche erstrecken, die diese für die Erfüllung ihrer Leitungsverantwortlichkeit hinsichtlich der Compliance-Agenden benötigen.<sup>1268</sup>

**d) Whistleblower**

Um die Durchsetzung des Compliance-Programms im Unternehmensalltag und das Aufdecken von Rechtsverstößen zu erleichtern und die Einhaltung der kapitalmarktrechtlichen Whistleblowing-Vorschriften sicherzustellen, sollten Meldesysteme eingeführt werden, die es den Unternehmensangehörigen ermöglichen, anonym und ohne Furcht vor Repressionen Verdachtsfälle zu melden.<sup>1269</sup> Es ist empfehlenswert, um Redundanzen zu vermeiden, die bereits bestehenden Meldesysteme in die gesetzlich erforderlichen Whistleblowing-Hotlines zu integrieren.<sup>1270</sup> Darüber hinaus sind unternehmensinterne Richtlinien zu erlassen, die Repressionen gegen Whistleblower verbieten, die gutgläubig Verdachtsmeldungen erstattet haben, um eine zivil- und strafrechtlicher Haftung des Emittenten zu vermeiden.

Als ein zusätzlicher Kanal für Verdachtsmeldungen könnte vom Emittenten ein unternehmensinterner oder –externer Ombudsmann installiert werden.<sup>1271</sup>

---

<sup>1266</sup> *Berkeley*, Form of summary memorandum and sample corporate policy on insider trading, SM052 ALI-ABA 523, 534 (2007); *Steinberg/Fletcher*, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1793 (1994).

<sup>1267</sup> *Steinberg/Fletcher*, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1793 (1994).

<sup>1268</sup> Jedoch sollte aus praktischen Erwägungen bei der Strukturierung dieser Schulungsmaßnahmen darauf Rücksicht genommen werden, dass die Mitglieder der Geschäftsleitung aufgrund ihrer vielfältigen Verantwortlichkeiten nur in begrenztem Rahmen Zeit hierfür haben. *Corporate Compliance Committee, ABA Section of Business Law, Corporate Compliance Survey*, 60 Business Lawyer 1759, 1785 (2005).

<sup>1269</sup> *Steinberg/Fletcher*, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1793(1994).

<sup>1270</sup> Vgl. Kapitel 6.3.1(f).

<sup>1271</sup> Vgl. *T. L. Banks/F. Z. Banks*, Corporate Legal Compliance Handbook 6-28.

**e) Sperrfristen und Handelsverbote**

Mitglieder der Geschäftsleitung und Organmitglieder des Emittenten unterliegen gemäß § 306 SOA einem Handelsverbot während bestimmter Sperrfristen.<sup>1272</sup> Zusätzlich sollte der Emittent durch die Insider-Compliance-Richtlinie das Handelsverbot auch auf sonstige Unternehmensangehörige erstrecken, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben. Das Handelsverbot könnte auch bestimmte Transaktionsarten, beispielsweise Short Sales und Margin Trading umfassen, bei denen die Gefahr einer Verwendung von Insiderinformationen inhärent ist.<sup>1273</sup>

Weiters könnte der Compliance-Officer durch die Insider-Compliance-Richtlinie ermächtigt werden, Transaktionen mit Wertpapieren des Emittenten generell zu überwachen. Insbesondere könnte darin angeordnet werden, dass der Compliance-Officer Sperrfristen vor der Veröffentlichung der Quartals- und Jahresergebnisse verhängen darf oder diesen Transaktionen mit Wertpapieren des Emittenten durch Unternehmensangehörige, die regelmäßig Zugang zu Insiderinformationen haben, zur Genehmigung vorzulegen sind.<sup>1274</sup> Auch der Abschluss und die Änderung von Pensionsplänen durch Unternehmensangehörige, die dem Safe Harbor der Rule 10b-1 unterliegen, sollten dem Compliance-Officer zur Kenntnis gebracht werden.<sup>1275</sup>

**f) Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen**

Die Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen im Rahmen des Compliance-Programms sollen sicherstellen, dass Missstände rasch aufgedeckt werden. Der Emittent hat Hinweisen auf Compliance-Verstöße nachzugehen und entsprechende Sanktionen zu ergreifen.

Weiter sollten Emittenten mit den Ermittlungsbehörden kooperieren, indem diesen Gesetzesverletzungen durch Unternehmensangehörige gemeldet und die bekannten Tatumstände offengelegt werden. Darüber hinaus ist bei derartigen Vorfällen zusätzlich zur routinemäßigen Überprüfung

---

<sup>1272</sup> Vgl. Kapitel 6.3.1(e).

<sup>1273</sup> *Berkeley*, Form of summary memorandum and sample corporate policy on insider trading, SM052 ALI-ABA 523, 532 (2007); *Steinberg/Fletcher*, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783, 1833-1834 (1994).

<sup>1274</sup> *Berkeley*, Form of summary memorandum and sample corporate policy on insider trading, SM052 ALI-ABA 523, 532-533 and 535 (2007). Die Compliance-Richtlinie sollte regeln, unter welchen Voraussetzungen eine Genehmigung erteilt werden kann. *Chasin*, Insider v. Issuer: Resolving and Preventing Insider Trading. Compliance Policy Disputes, 50 UCLA L. Rev. 859, 877 (2003).

<sup>1275</sup> *Berkeley*, Form of summary memorandum and sample corporate policy on insider trading, SM052 ALI-ABA 523, 533-534 (2007).

der Angemessenheit des Compliance-Programms<sup>1276</sup> eine anlassbezogene Anpassung der Compliance-Maßnahmen vorzunehmen, um zukünftige Vorfälle zu verhindern.<sup>1277</sup>

---

<sup>1276</sup> Zustimmend *Corporate Compliance Committee, ABA Section of Business Law*, Corporate Compliance Survey, 60 *Business Lawyer* 1759, 1784 (2005).

<sup>1277</sup> *Gormann*, An outline: DOJ and SEC standards on cooperation, 1581 *PLI/Corp* 887, 919 (2007).

## 7. Rechtsvergleich

Aufbauend auf der Darstellung des Insiderrechts und der Compliance-Bestimmungen in Österreich, Deutschland und den USA in den vorhergehenden Kapiteln werden nachfolgend diese Themenkomplexe rechtsvergleichend untersucht. Insbesondere werden der Anwendungsbereich des Insiderrechts, die gesetzlichen Grundlagen für Insider-Compliance und die Anforderungen an ein effektives Compliance-Programm erörtert. Anreize für Compliance werden von Gesetzgebern und Behörden jedoch nicht nur durch Gesetze und Verordnungen geschaffen. Daher werden neben normativen auch subnormative Techniken der Verhaltenssteuerung analysiert, durch die Emittenten zur Ergreifung von Compliance-Maßnahmen angehalten werden sollen.

### 7.1. Insiderverbote

Das US-amerikanische Insiderrecht hat international eine Vorreiterrolle inne, weil seine Wurzeln auf das bereits Anfang der 1930er Jahre erlassene allgemeine Missbrauchsverbot des § 10(b) SEA zurückgehen. Aus dieser dogmatischen Verankerung ergeben sich zwei für die weitere Entwicklung maßgebliche Unterschiede zur Situation in Europa. Erstens wird Insiderhandel unter ein allgemein gehaltenes Verbot von missbräuchlichem und betrügerischem Verhalten bei Wertpapiergeschäften subsumiert, weshalb es an einem ausdrücklichen gesetzlichen Verbot und damit einhergehend einem klar umrissenen Anwendungsbereich der Insiderverbote fehlt. Zweitens folgt daraus, dass es an gesetzlichen Definitionen für zentrale Begriffe, insbesondere Insider und Insiderinformation, mangelt. Daher haben sich die US-amerikanischen Gerichte in den vergangenen Jahrzehnten intensiv mit verschiedenen Insidertheorien beschäftigt. Im Gegensatz dazu basieren das österreichische und deutsche Insiderrecht auf der MarktmissbrauchsRL und deren DurchführungsRL, die nicht nur die zuvor genannten Begriffe definieren sondern auch den Umfang der Insiderverbote vorgeben. Sowohl Österreich als auch Deutschland haben sich bei der Umsetzung streng an die europäischen Vorgaben gehalten.

#### **Insider**

Der US-amerikanische insiderrechtliche Theorienstreit drehte sich im Kern darum, ob ein bestimmtes Verhältnis zwischen dem Emittenten, dem Insider und dem Vertragspartner des Insiders beim Wertpapiergeschäft bestehen muss. Die nunmehr herrschende *misappropriation the-*

---

ory setzt eine Treue- oder Vertrauenspflicht des Insiders gegenüber der Quelle der Information voraus, damit der Insider einem Insiderverbot unterliegt.<sup>1278</sup>

Im Gegensatz dazu wird der von der MarktmissbrauchsRL umfasste Personenkreis primär funktional und nicht wie vom US-amerikanischen Recht deliktisch definiert.<sup>1279</sup> Ein besonderes Treue- oder Vertrauensverhältnis ist nicht erforderlich. Zwar werden vom europäischen Insiderrecht in erster Linie die klassischen Gesellschaftsinsider, insbesondere Vorstandsmitglieder und Aufsichtsratsmitglieder, erfasst, jedoch erstrecken sich die Insiderverbote auch auf sonstige Personen, die ohne Gesellschaftsinsider zu sein, in Kenntnis einer Insiderinformation gegen diese verstoßen. Daher reicht der persönliche Anwendungsbereich des Insiderrechts sowohl in den USA als auch in Österreich und Deutschland über den Kreis der Gesellschaftsinsider hinaus, wobei das Erfordernis eines Treue- oder Vertrauensverhältnisses in den USA zu einer wesentlichen Einschränkung führt.

#### **7.1.1. Insiderpapiere**

Die US-amerikanischen Insiderverbote erfassen Transaktionen mit Wertpapieren unabhängig davon, ob diese an einer Börse notieren bzw. bei der SEC registriert wurden.<sup>1280</sup> Die MarktmissbrauchsRL erfasst jedoch lediglich jene Finanzinstrumente, die zum Handel auf einem geregelten Markt in einem Mitgliedstaat zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt gestellt wurde.

Der vom SEA gebrauchte Wertpapierbegriff geht weiter als jener des Finanzinstruments gemäß MarktmissbrauchsRL, weil von Ersterem nicht nur übertragbare Wertpapiere sondern auch sonstige schuldrechtliche, nicht verbrieftete Anlageformen erfasst werden.

#### **7.1.2. Insiderinformation**

Insiderinformationen werden in Österreich, Deutschland und den USA gleichermaßen dadurch charakterisiert, dass es sich um nicht öffentlich bekannte und kurserhebliche Informationen handelt.

---

<sup>1278</sup> Vgl. Rule 10b5-2.

<sup>1279</sup> Vgl. *Claussen*, DB 1994, 29.

<sup>1280</sup> Anders als die Begriffe Insider und Insiderinformation sind die vom US-Insiderrecht erfassten Wertpapiere durch § 10(b) SEA gesetzlich definiert.

Eine Insiderinformation wird in allen Vergleichsländern nicht bereits mit der Übermittlung einer Ad-hoc Mitteilung an die Medien öffentlich bekannt; vielmehr ist es erforderlich, dass die Öffentlichkeit im Sinne einer Bereichsöffentlichkeit der am Börsehandel interessierten Personen die Gelegenheit gehabt hat, von dieser Veröffentlichung Kenntnis zu erlangen.

Das Tatbestandsmerkmal der Eignung zur Kursbeeinflussung in der MarktmissbrauchsRL ist im Sinne eines Markteinflusstests zu verstehen. Der Unterschied zum in den USA vorherrschenden *reasonable investor* Test ist durch die in Art 1 Abs 2 DurchführungsRL 2003/124 eingeführte Definition jedoch nivelliert worden. Demnach ist bei der Eignung zur Kursbeeinflussung darauf abzustellen, ob ein verständiger Anleger eine Information als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde.<sup>1281</sup>

Die Anforderungen an die Qualifikation eines zukünftigen Ereignisses als Insiderinformation sind in Österreich und Deutschland höher als in den USA. Nach dem *magnitude/probability* Test kann in den USA bei besonders erheblichen zukünftigen Ereignissen bereits eine Insiderinformation vorliegen, selbst wenn die Eintrittswahrscheinlichkeit noch niedrig ist. Eine derartige Abwägung von Kurserheblichkeit und Eintrittswahrscheinlichkeit ist der MarktmissbrauchsRL fremd. Diese stellt stattdessen ausschließlich auf eine hinreichende Wahrscheinlichkeit des Eintritts eines zukünftigen Ereignisses ab.

### 7.1.3. Insiderverbote

Handels-, Weitergabe- und Empfehlungsverbote werden sowohl vom US-amerikanischen Recht als auch von der MarktmissbrauchsRL anerkannt. Die Reichweite dieser Verbote ist in den USA jedoch aus drei Gründen wesentlich eingeschränkt. Erstens wird der Anwendungsbereich, wie bereits zuvor erläutert, aufgrund der *misappropriation theory* auf jene Fälle angewendet, in denen der Insider in einem Vertrauensverhältnis zur Quelle der Information steht. Zweitens greifen die Verbote nur bei Handlungen im Zusammenhang mit dem Kauf und Verkauf von Wertpapieren, während eine bloße Weitergabe oder Empfehlung, ohne dass ein Kauf oder Verkauf stattfindet, im Unterschied zur Rechtslage in Österreich und Deutschland nicht gegen die Insiderverbote verstößt. Drittens wird die selektive Weitergabe von Insiderinformationen großzügiger als im österreichischen oder deutschen Recht zugelassen. Dieser Unterschied resultiert daraus, dass das

---

<sup>1281</sup> Im Gegensatz dazu war der *reasonable investor* Test mit der InsiderRL nicht vereinbar, weil diese alleine auf die Eignung zur wesentlichen Kursbeeinflussung abstellte. Gruber, Neues im Börserecht: Zulassungsverfahren, Insiderstrafrecht, wbl 1993, 319 (319); Hopt, ZGR 1991, 32.

US-Insiderrecht nicht auf dem Prinzip des gleichberechtigten Zugangs aller Kapitalmarktteilnehmer zu Insiderinformationen basiert.<sup>1282</sup>

Die subjektiven Tatbestandsvoraussetzungen sind in den USA für strafrechtliche, verwaltungsstrafrechtliche und zivilrechtliche Sanktionen Vorsatz und grobe Fahrlässigkeit.<sup>1283</sup> Auch nach der MarktmissbrauchsRL ist ein vorsätzlicher oder grob fahrlässiger Verstoß zu bestrafen. In Umsetzung dieser europarechtlichen Vorgabe ist Österreich einen Schritt weitergegangen und verlangt das Vorliegen eines Bereicherungsvorsatzes. Lediglich der durch eine deutlich niedrigere Strafdrohung sanktionierte Fall des bloßen Verwendens einer Insiderinformation gemäß § 48b Abs 3 BörseG verlangt keinen erweiterten Vorsatz. Im Gegensatz dazu hat der deutsche Gesetzgeber auf eine derartige Differenzierung verzichtet.

Sowohl in den USA als auch in Europa wurde eine Debatte darüber geführt, ob die bloße Kenntnis einer Insiderinformation bereits eine Strafbarkeit rechtfertigen würde. Diese Debatte wurde im Jahr 2000 durch den Erlass der Rule 10b5-1(b) beendet. Nunmehr genügt bis auf bestimmte Ausnahmefälle grundsätzlich eine bloße Kenntnis. In Europa wurde durch die MarktmissbrauchsRL die subjektive Anforderung für eine Strafbarkeit herabgesetzt, indem nicht mehr ein "Ausnutzen" sondern eine "Nutzung" einer Insiderinformation<sup>1284</sup> erforderlich ist. Diese Annäherung des europäischen Insiderrechts an den von Rule 10b5-1(b) etablierten Standard wurde 2009 durch die *Spector*-Entscheidung vorangetrieben.<sup>1285</sup> Nach Ansicht des EuGH würde nämlich bereits die Kenntnis einer Insiderinformation dessen Nutzung implizieren.

#### 7.1.4. Sanktionen

Die Insiderverbote sind in allen Vergleichsländern mit strafrechtlichen Sanktionen bewährt,<sup>1286</sup> wobei die in den USA geltende Strafdrohung von bis zu 20 Jahren Freiheitsstrafe bei weitem über jener in Österreich (bis zu 3 Jahre) und Deutschland (bis zu 5 Jahre) liegt. Darüber hinaus kann die SEC auch eine Klage auf Verhängung einer Geldbuße (*civil penalty*) gegen den Täter erheben. Hierbei handelt es sich nicht um eine strafrechtliche Sanktion, sondern um eine Strafe im weiteren Sinn, der Abschreckungswirkung und eine Abschöpfungsfunktion zukommt.

<sup>1282</sup> Klöhn, Die Regelung selektiver Informationsweitergabe gem. § 15 Abs. 1 Satz 4 u. 5 WpHG – eine Belastungsprobe, WM 2010, 1869 (1875).

<sup>1283</sup> Ob grobe Fahrlässigkeit tatsächlich genügt, ist mangels gesetzlicher Regelung umstritten. Siehe Kapitel 6.2.7.

<sup>1284</sup> Art 2 Abs 1 InsiderRL stellte darauf ab, ob ein Insider seine Kenntnis einer Insiderinformation für ein Wertpapiergeschäft ausnützt.

<sup>1285</sup> Vgl. Bussian, WM 2011, 10.

<sup>1286</sup> Sofern in Deutschland ein Verstoß gegen das Empfehlungs- und Weitergabeverbot von einem Sekundärinsider begangen wird, handelt es sich lediglich um eine Ordnungswidrigkeit.

Der maßgeblichste Unterschied besteht in der privatrechtlichen Durchsetzbarkeit (*private enforcement*) des Insiderrechts. Während in den USA die zivilrechtliche Haftung von Insidern und *controlling persons* explizit gesetzlich geregelt ist, wird in Österreich und Deutschland auf eine zivilrechtliche Durchsetzung des Insiderrechts kaum Wert gelegt.<sup>1287</sup> Daher verwundert es auch nicht, dass die Durchsetzung des Insiderrechts im Wege von Schadensersatzklagen überaus große Bedeutung für die Entwicklung des US-amerikanischen Insiderrechts erlangt hat.<sup>1288</sup>

### 7.1.5. Flankenschutz

Um die Effektivität der Insiderverbote zu erhöhen, werden diese sowohl in Europa als auch in den USA durch flankierende Maßnahmen ergänzt, die eine rasche Offenlegung von Insiderinformationen, die Meldung von Wertpapiergeschäften von Gesellschaftsinsidern und die Gewährleistung der Vertraulichkeit von Insiderinformationen bis zu deren Offenlegung erfordern.<sup>1289</sup>

Während in Österreich und Deutschland grundsätzlich eine unverzügliche Veröffentlichung von Insiderinformationen durch den Emittenten aufgrund der Ad-hoc Publizitätspflicht erforderlich ist, ist die anlassbezogene, unverzügliche Offenlegung von Insiderinformationen in den USA von Gesetzes wegen nur eingeschränkt vorgesehen. Der erste Schritt zu einer allgemeinen anlassbezogenen Publizitätspflicht wurde 2000 durch die Regulation FD gesetzt, die eine unverzügliche Offenlegung für den Fall der selektiven Weitergabe von Insiderinformationen vorschreibt. 2002 erfolgte durch den Erlass von § 409 SOA der zweite Schritt. Nach dieser Bestimmung besteht die Pflicht zur unverzüglichen Veröffentlichung von wesentlichen Änderungen der Finanzlage oder der Geschäftstätigkeit des Emittenten. Sowohl die Regulation FD als auch § 409 SOA basieren im Gegensatz zum US-Insiderrecht auf dem Prinzip des gleichberechtigten Zugangs zu Informationen (*equal access*).<sup>1290</sup> Diese im Vergleich zum übrigen US-Kapitalmarktrecht späte Entwicklung dieses insiderrechtlichen Flankenschutzes erklärt sich dadurch, dass das Insiderrecht auf dem Grundsatz des *disclose or abstain* fußt, der zwar formal

---

<sup>1287</sup> In Deutschland kann ein geschädigter Anleger seine zivilrechtlichen Ansprüche gegen den Insider nach hM nicht auf eine Schutzgesetzverletzung stützen, weil die Insiderverbote nur die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und nicht einzelne Anleger schützen sollen.

<sup>1288</sup> Vgl. *Central Bank v. First Interstate Bank*, 511 U.S. 164; *Basic v. Levinson*, 485 U.S. 224; *Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U.S. 185; *Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723. Dieser Befund trifft auch auf andere Rechtsbereiche, insbesondere das Kartellrecht, zu, in denen der Gesetzgeber die erforderlichen Rahmenbedingungen für ein *private enforcement* geschaffen hat. *Calkins*, Corporate Compliance and the Antitrust Agencies' Bi-Modal Penalties, 60 Law and Contemporary Problems 127, 155 (1997).

<sup>1289</sup> Zur Insider-Compliance-Pflicht siehe Kapitel 7.2.

<sup>1290</sup> Vgl. zur Regulation FD *Klöhn*, WM 2010, 1870.

---

eine positive Offenlegungspflicht begründet, materiell aber eine negative Verhaltenspflicht darstellt.<sup>1291</sup>

Eine Directors' Dealings Meldepflicht soll in allen drei Vergleichsländern den Kapitalmarkt mit Informationen über Transaktionen von Gesellschaftsinsidern mit Wertpapieren des Emittenten informieren. Während sich § 16(a) SEA auf Gesellschaftsinsider beschränkt, erstreckt die MarktmissbrauchsRL den Anwendungsbereich dieser Offenlegungspflicht auch auf dem Gesellschaftsinsider nahestehende natürliche und juristische Personen.

### 7.1.6. Zusammenfassung

Während die Entwicklung des US-amerikanischen Insiderrechts durch Theorienstreitigkeiten und höchstgerichtliche Urteile maßgeblich geprägt und weiterentwickelt wurde, haben diese in Österreich und Deutschland nur wenig Bedeutung erlangt.<sup>1292</sup> Dies ist in erster Linie dem Umstand geschuldet, dass der Anwendungsbereich des europäischen Insiderrechts durch anfangs die InsiderRL und schließlich die MarktmissbrauchsRL ausdrücklich gesetzlich geregelt wurde. Der der MarktmissbrauchsRL zugrunde liegende Regelungsansatz ist keiner der in den USA gebräuchlichen Insidertheorien zuordenbar.<sup>1293</sup>

Das Insiderrecht in Österreich und Deutschland ist weitestgehend deckungsgleich, was aufgrund der europäischen Vorgaben nicht weiter verwundert.<sup>1294</sup> Hingegen bestehen zum US-amerikanischen Insiderrecht maßgebliche Differenzen, obwohl man bei der Konzeption des europäischen Insiderrechts Anleihen bei diesem genommen hat. Diese Unterschiede ergeben sich vor allem daraus, dass das US-amerikanische Insiderrecht auf dem allgemeinen Missbrauchsverbot des SEA (*disclose or abstain*) beruht und keinen umfassenden Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und der Kapitalmarktteilnehmer bezwecken möchte. Insbesondere wird die Insidereigenschaft nicht bereits durch Kenntnis einer Insiderinformation erworben, sondern wird

---

<sup>1291</sup> Vgl. Hopt, ZHR 140 (1977) 205.

<sup>1292</sup> Hopt, ZGR 1991, 28.

<sup>1293</sup> Schwark/Zimmer in Schwark/Zimmer, KMRK<sup>4</sup> Vor § 12 WpHG Rn 16; Assmann in Assmann/Schneider, WpHG<sup>5</sup> Vor § 12 Rz 46; K. Weber, Insiderrecht und Kapitalmarktschutz 221; Hopt, ZGR 1991, 28.

<sup>1294</sup> Hinterhofer spricht sich aufgrund der Ähnlichkeit der Insiderverbote des BörseG und des WpHG dafür aus, dass die BGH Judikatur mangels OGH Judikatur unmittelbar einschlägig sein soll. Hinterhofer, Der Freenet-Beschluss des BGH zum Insiderhandel – Eine Analyse aus der Sicht des österreichischen Kapitalmarktstrafrechts, ZFR 2010, 247 (247). Diese Ansicht ist zwar grundsätzlich richtig, aber gleichzeitig entscheidend einzuschränken. § 48b Abs 1 u 2 BörseG verlangen jeweils vorsätzliches Ausnutzen der Insiderinformation mit Bereicherungsvorsatz. Lediglich § 48b Abs 3 BörseG lässt das bloße Verwenden von Insiderinformation genügen und ist daher mit § 14 WpHG nicht zur Gänze vergleichbar.

vom Vorliegen eines Treue- oder Vertrauensverhältnisses zur Quelle der Insiderinformation abhängig gemacht.

Der wesentlichste Unterschied zwischen dem Insiderrecht der Vergleichsländer liegt in der Sanktionierung von Gesetzesverstößen. Während Österreich und Deutschland ausschließlich auf eine Verfolgung durch die Aufsichtsbehörden und Staatsanwaltschaften setzen, wird in den USA auch den Geschädigten die Möglichkeit eröffnet, im Wege von Zivilklagen das Insiderrecht durchzusetzen. Darüber hinaus bestehen für Emittenten aufgrund des Risikos einer strafrechtlichen Verantwortlichkeit und zivilrechtlichen Haftung für Verstöße gegen Insiderverbote, die von ihren Unternehmensangehörigen begangen werden, erhebliche Anreize, Insider-Compliance-Maßnahmen zu ergreifen. Schlussendlich ist *Lange* zuzustimmen, dass das Ansehen des US-amerikanischen Insiderrechts mehr auf dessen effektiver Sanktionsmöglichkeit als auf dessen theoretischer Schlüssigkeit bzw. Klarheit der gesetzlichen Regelung beruht.<sup>1295</sup>

### 7.2. Insider Compliance

Die gesetzlichen Insider-Compliance-Vorschriften sollen präventiv zur Hintanhaltung von Verstößen gegen die Insiderverbote beitragen und die Aufsichtsbehörden bei der Überwachung des Kapitalmarkts entlasten. Diese sind nämlich aufgrund begrenzter personeller und sachlicher Ressourcen nur eingeschränkt in der Lage, ihre Aufgabe umfassend und zeitnah wahrzunehmen.<sup>1296</sup>

Die staatliche Aufsicht wird somit durch eine gesetzlich angeordnete private Selbstkontrolle ergänzt.<sup>1297</sup> Organisations-, Kontroll- und Überwachungspflichten für Emittenten zur Hintanhaltung von Verstößen gegen Insiderverbote sind ein Paradebeispiel hierfür.

#### 7.2.1. Regelungstechnik

Für die Compliance-Praxis ist es von entscheidender Bedeutung, welche Regulierungstechniken der Gesetzgeber anwendet, damit die Flexibilität des Kapitalmarkts und seiner Teilnehmer nicht

---

<sup>1295</sup> *Lange*, WM 1998, 535.

<sup>1296</sup> Vgl. *Braithwaite*, Enforced Self-Regulation: A New Strategy for Corporate Crime Control, 80 Michigan Law Review 1466, 1502 (1982).

<sup>1297</sup> *Bumke*, Die Verwaltung 41 (2008) 245f; *Spindler*, WM 2008, 918; *Sieber* in FS Tiedemann 460; *Bürkle* in *Hauschka*, Corporate Compliance § 8 Rn 1. Diese Verlagerung von Überwachungspflichten ist mE gerechtfertigt, weil Emittenten Missstände, die in ihrer Sphäre entstehen, effektiver überwachen können, als es eine externe staatliche Aufsicht je könnte. Vgl. *Bumke*, Die Verwaltung 41 (2008) 249.

---

übermäßig beeinträchtigt wird.<sup>1298</sup> Grundsätzlich können regelbasierte, ziel- und prozessorientierte Regelungen unterschieden werden:<sup>1299</sup>

Bei regelbasierter Regulierung ordnet der Gesetzgeber spezifische Gebote und Verbote an, die von den Normunterworfenen zu befolgen sind und deren Einhaltung von Aufsichtsbehörden überwacht wird. Während diese Regelungstechnik aufgrund der detaillierten Vorschriften ein hohes Maß an Rechtssicherheit bietet, leidet darunter jedenfalls die Effizienz, weil die gesetzlich vorgeschriebenen Compliance-Maßnahmen nicht an das konkrete Risikoprofil eines Normunterworfenen angepasst werden. Jedoch können KMUs von einer regelbasierten Regulierung profitieren, weil sie sich auf die Einhaltung bestimmter Vorschriften beschränken können, ohne erhebliche Anstrengungen zur Entwicklung eigenständiger, komplexer Compliance-Lösungen aufwenden zu müssen.<sup>1300</sup>

Zielorientierte Regulierung verpflichtet die Normunterworfenen dazu, gewisse Ziele zu erreichen, ohne spezifische Gebote und Verbote zu setzen. Da Emittenten in der Wahl der Mittel frei sind, kann Compliance flexibel und effizient erreicht werden. Gegen diese Regelungstechnik spricht aus rechtlicher Sicht vor allem, dass beim Normunterworfenen Unsicherheit herrschen kann, welche Mittel tatsächlich zur Zielerreichung geeignet sind.<sup>1301</sup> Erst im Nachhinein kann beurteilt werden, ob Maßnahmen angemessen waren oder nicht. Weiters verursacht die mit der zielorientierten Regulierung einhergehende Selbstregulierung, die zur Sicherstellung von Compliance erforderlich ist, ebenfalls erhebliche Kosten; und zwar auf Ebene jedes einzelnen Normunterworfenen.<sup>1302</sup>

Prozessorientierte Regelungen nehmen eine Mittelposition zwischen regelbasierter und zielorientierter Regulierung ein, indem von den Normunterworfenen verlangt wird, dass sie angemessene Systeme einführen müssen, um bestimmten Risiken vorzubeugen. Dieser Regulierungsansatz hat sich daher weitgehend von einer nachprüfenden Kontrolle des Verhaltens gelöst und verlangt

---

<sup>1298</sup> *Hopt/Baum in Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform 366.

<sup>1299</sup> Darüber hinaus gibt es Modelle, die unterschiedliche Regelungstechniken kombinieren. Statt vieler *Braithwaite*, *Enforced Self-Regulation: A New Strategy for Corporate Crime Control*, 80 *Michigan Law Review* 1466 (1982).

<sup>1300</sup> *Braithwaite*, *Enforced Self-Regulation: A New Strategy for Corporate Crime Control*, 80 *Michigan Law Review* 1466, 1501-1502 (1982).

<sup>1301</sup> *OECD*, *Reducing the risk of policy failure: Challenges for regulatory compliance* 32.

<sup>1302</sup> Vgl. *Braithwaite*, *Enforced Self-Regulation: A New Strategy for Corporate Crime Control*, 80 *Michigan Law Review* 1466, 1490 (1982).

stattdessen von den Normunterworfenen Risikomanagement und Prävention.<sup>1303</sup> Der Vorteil der Flexibilität<sup>1304</sup> bei der Auswahl der Compliance-Maßnahmen birgt wiederum das Risiko der Rechtsunsicherheit in sich.<sup>1305</sup>

In den USA hat man gänzlich auf gesetzliche Organisations-, Kontroll- und Überwachungspflichten für Emittenten zur Hintanhaltung von Verstößen gegen Insiderverbote verzichtet. Stattdessen werden vom Gesetzgeber sowie von Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden verschiedene positive und negative Anreize für Emittenten gesetzt, angemessene Compliance-Maßnahmen zu ergreifen, was *de facto* zu einer Insider-Compliance-Pflicht führt. Auf subnormativer Ebene jedoch werden in den U.S. Sentencing Guidelines, im USAM und im Seaboard Report der SEC ein Mix von ziel- und prozessorientierten Ansätzen gewählt. Im Gegensatz dazu wurde auf europäischer Ebene mit der Pflicht zur Führung eines Insiderverzeichnis eine regelbasierte Regulierung gewählt. Demgemäß enthält die MarktmissbrauchsRL detaillierte Anforderungen an das Insiderverzeichnis und den vom Emittenten zu erfassenden Personenkreis. Auch die ECV ist der regelbasierten Regulierung zuzurechnen, weil sie Emittenten spezifische Organisations- und Verhaltenspflichten auferlegt.<sup>1306</sup>

### 7.2.2. Normative und subnormative Verhaltenssteuerung

Neben einer gesetzlichen Regulierung kann von staatlicher Seite auch auf verschiedene andere Maßnahmen zugegriffen werden, um ein bestimmtes Verhalten der regulierten Unternehmen zu erreichen. In der Praxis stehen die Veröffentlichung von Leitlinien, Empfehlungen, Standards und Positionspapieren<sup>1307</sup> sowie die Förderung von Selbstregulierungsinitiativen, unternehmensinternen Verhaltenskodices und Industriestandards<sup>1308</sup> zur Verfügung. Bei diesen Mitteln zur subnormativen, intentionalen Verhaltenssteuerung handelt es sich nicht um verbindliche Rechtsakte in Form eines Gesetzes, einer Verordnung oder eines Bescheides.<sup>1309</sup> Stattdessen begnügen sich Aufsichts- oder Strafverfolgungsbehörden mit der schriftlichen Darlegung ihrer Rechtsan-

---

<sup>1303</sup> *Binder*, ZGR 2007, 745; *McCormick*, Legal Risk in the Financial Markets 13f.

<sup>1304</sup> *Sieber* in FS Tiedemann 460 u 475f.

<sup>1305</sup> *Engelhart*, NZG 2011, 127; *OECD*, Reducing the risk of policy failure: Challenges for regulatory compliance 33f.

<sup>1306</sup> Nach *Ketzer* handelt es sich bei der ECV um ein typisches Beispiel für eine kapitalmarktrechtliche Norm neueren Datums mit einer dualen Ausrichtung, nämlich der Förderung der Information der Normunterworfenen und der FMA sowie der Sanktion durch die FMA und den Emittenten selbst. *Ketzer* in *Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance im Finanzdienstleistungsbereich 366.

<sup>1307</sup> *B. Müller*, Regulierungsbehördenmodell 428.

<sup>1308</sup> *OECD*, Reducing the risk of policy failure: Challenges for regulatory compliance 26ff.

<sup>1309</sup> Aufgrund der sprachlichen Gestaltung von Leitlinien, Rundschreiben und Standards werden diese mitunter inhaltlich Verordnungen angenähert. Zur Abgrenzung *Raschauer* in FS Schäffer 697ff.

sicht bzw. Erwartungshaltung. Die intentionale Verhaltenssteuerung ergibt sich daraus, dass die Behörde diese Dokumente bewusst offenlegt, damit diese eine Appellfunktion entfalten können.<sup>1310</sup>

Subnormative Akte können einerseits in Form von Empfehlungen ausgesprochen werden, wobei mit deren Entsprechung oder Nichtentsprechung weder Sanktionsdrohungen noch offizielle Begünstigungen verbunden sind.<sup>1311</sup> Andererseits kann die Aufsichts- oder Strafverfolgungsbehörde ihre Rechtsansicht darstellen bzw. die Einhaltung von bestimmten Standards mit Anreizen verknüpfen.<sup>1312</sup>

Akte subnormativer Verhaltenssteuerung treten in der Praxis vor allem in regulierten Bereichen auf, die ein hohes Maß an Technizität aufweisen.<sup>1313</sup> Dies trifft besonders auf das Kapitalmarktrecht zu, bei dem der Verwaltungspraxis eine überaus große Bedeutung zukommt.<sup>1314</sup>

Das beaufsichtigte Unternehmen profitiert zweifach von der Veröffentlichung subnormativer Akte. Erstens wird darin die Auslegung von Rechtsvorschriften durch die Behörde dargestellt, auf die sich das Unternehmen einstellen und entsprechende Maßnahmen ergreifen kann.<sup>1315</sup> Zweitens wird durch subnormative Akte eine Vertrauenslage in die Verwaltungspraxis geschaffen. Während die Behörde dadurch in ihrer Handlungsfreiheit eingeschränkt wird, steht es dem beaufsichtigten Unternehmen nach wie vor frei, gegen die Rechtsansicht der Behörde aufzutreten und sich mit den eigenen Argumenten, gegebenenfalls in einem Verfahren in einer höheren Instanz, durchzusetzen.<sup>1316</sup>

Da es im modernen Kapitalmarktrecht die Tendenz zur prozess- oder zielorientierten Regulierung gibt, die Normadressaten die eigenverantwortliche rechtliche Beurteilung ihrer Handlungen auferlegt, kommt der subnormativen Verhaltenssteuerung zunehmende Bedeutung zu. Bei-

<sup>1310</sup> Zur Zulässigkeit der subnormativen Verhaltenssteuerung aus verfassungsrechtlicher Sicht *B. Müller*, Regulierungsbehördenmodell 430ff. Nach *Raschauer* sind Techniken der subnormativen Verhaltenssteuerung *de lege lata* verfassungswidrig, *de lege ferenda* aber begrüßenswert. *Raschauer* in FS Schäffer 700f.

<sup>1311</sup> *Corporate Compliance Committee*, ABA Section of Business Law, Corporate Compliance Survey, 60 Business Lawyer 1759, 1762 (2005).

<sup>1312</sup> Vgl. *OECD*, Reducing the risk of policy failure: Challenges for regulatory compliance 26ff.

<sup>1313</sup> *Raschauer* in FS Schäffer 700.

<sup>1314</sup> *Kalss*, Maßgebliche Forschungsfelder in der nächsten Dekade im Bereich des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts, ZGR 2007, 520 (524f); *Preusche* in *Heidel*, Aktienrecht, Compliance-Regeln Rn 4.

<sup>1315</sup> *B. Müller*, Regulierungsbehördenmodell 435; *Raschauer* in FS Schäffer 700.

<sup>1316</sup> *B. Müller*, Regulierungsbehördenmodell 435.

spielsweise haben nach der MarktmissbrauchsRL Emittenten das Vorliegen einer Insiderinformation eigenverantwortlich zu beurteilen und im Fall des Aufschiebens einer Ad-hoc Mitteilung geeignete Maßnahmen zur Verhinderung von Verstößen gegen die Insiderverbote zu ergreifen. Daher können Leitfäden oder Rundschreiben von Aufsichtsbehörden für die Emittenten hilfreiche Anleitungen bieten, derartige Maßnahmen rechtzeitig und in geeigneter Art und Weise zu treffen.

Von allen Vergleichsländern wurden am häufigsten in den USA subnormative Akte der Verhaltenssteuerung eingesetzt. Sowohl die U.S. Sentencing Guidelines als auch das USAM sind klassische Beispiele dafür, dass eine Behörde ihre Rechtsansicht darstellt und durch die explizite Anerkennung von Compliance-Programmen als strafmildernden Faktor eindeutig Anreize schafft. Auch der Seaboard Report der SEC ist ein Akt subnormativer Verhaltenssteuerung, wobei sich dieser aufgrund seiner inhaltlichen Gestaltung darauf beschränkt, die Emittenten in Form von Fragen auf wesentliche Punkte aus Sicht der SEC hinzuweisen. Im Gegensatz zu den zuvor genannten Dokumenten stellen Deferred-Prosecution Agreements, Non-Prosecution Agreements und Plea Agreements formell keine subnormativen Akte dar, weil diese gesetzlich vorgesehen sind. Materiell führt das Verfolgungsermessen des DOJ und der SEC jedoch dazu, dass Emittenten bewusst ihr Verhalten derart gestalten, damit sie die für den Abschluss dieser Vereinbarungen erforderlichen Kriterien erfüllen.

In Österreich und Deutschland werden subnormative Akte der Verhaltenssteuerung erst zögerlich eingesetzt. Im Bereich des Kapitalmarktrechts haben die FMA und die BaFin zwar den europäischen Trend zur Veröffentlichung von Leitlinien, Empfehlungen und Standards<sup>1317</sup> aufgegriffen, jedoch beschränken sie sich darauf, die gesetzlichen Rahmenbedingungen des Insiderrechts samt Regelungen zu dessen Flankenschutz zu kommentieren. Für Deutschland ist der Emittentenleitfaden der BaFin als norminterpretierende Verwaltungsvorschrift,<sup>1318</sup> für Österreich sind die Rundschreiben der FMA und die Verordnungsbegründung der FMA zur ECV zu nennen. Auf die Verknüpfung subnormativer Verhaltenssteuerung mit Anreizstrukturen wurde in Österreich und Deutschland bis dato verzichtet.

---

<sup>1317</sup> *Raschauer* in FS Schäffer 686f. Beispielsweise hat CESR einen Leitfaden für Wertpapierunternehmen, die gemäß MarktmissbrauchsRL zur Meldung von Insiderhandelsverdachtsfällen verpflichtet sind, veröffentlicht, der potentielle Indikatoren für Insiderhandel enthält. *CESR, Market Abuse Directive - Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive (2005)*, CESR/04-505b, 14ff.

<sup>1318</sup> *Merkner/Sustmann*, Insiderrecht und Ad-Hoc-Publizität – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz „in der Fassung durch den Emittentenleitfaden der BaFin“, NZG 2005, 729 (730).

Zusätzlich zur subnormativen Verhaltenssteuerung durch staatliche Stellen schreiben die Zulassungskriterien der Börsen die Einhaltung von Corporate Governance Grundsätzen vor, die international anerkannte Standards verkörpern. Nicht zu Unrecht werden Börsen daher als Ersatzgesetzgeber bezeichnet.<sup>1319</sup> Den Börseordnungen in Österreich und Deutschland kommt in diesem Zusammenhang vergleichsweise wenig Bedeutung zu, weil in beiden Ländern mit dem ÖCGK bzw. DCGK allgemein anerkannte Corporate Governance Kodices bestehen. Im Gegensatz dazu unterwirft das Listed Company Manual die an der NYSE notierten Emittenten weitreichenden Corporate Governance Regelungen, die vielfach über die gesetzlichen Anforderungen des einzel- bzw. bundesstaatlichen Rechts hinausgehen.

### 7.2.3. Anreize für Compliance

Die Steuerung des Verhaltens durch Anreize ist jener durch Ge- und Verbote überlegen.<sup>1320</sup> Der Gesetzgeber sollte daher Compliance fördern, indem er Unternehmen und deren Geschäftsleitungen motiviert, angemessene Kontroll-, Überwachungs- und Organisationsmaßnahmen zu ergreifen.<sup>1321</sup> Bei der Strukturierung von Anreizsystemen ist zu berücksichtigen, inwiefern ein Unternehmen faktisch in der Lage ist regelkonformes Verhalten durchzusetzen.<sup>1322</sup> Werden vom Gesetzgeber oder von Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden überspannte Anforderungen an die vom Unternehmen zu ergreifenden Maßnahmen gestellt, wird die Anreizfunktion entsprechend reduziert.

Grundsätzlich kommen sowohl positive als auch negative Anreize in Betracht. Zur ersten Kategorie zählt vor allem die rechtliche Anerkennung von Compliance-Anstrengungen, die sich in Form einer strafmildernden oder –ausschließenden Wirkung äußern kann. Des Weiteren können Aufsichtsbehörden auch bewusst ihr Wohlwollen gegenüber Unternehmen, die bei Compliance eine Vorreiterrolle einnehmen, zeigen, indem diese beispielsweise weniger oft Überprüfungen unterzogen werden.<sup>1323</sup> In der Praxis hat sich gezeigt, dass positive Anreize alleine nicht ausreichen und daher auch wirkungsvolle Sanktionsmechanismen vorgesehen werden sollten. Primär

<sup>1319</sup> *Fleischer in Doralt/Kalss*, Franz Klein 132.

<sup>1320</sup> *Calkins*, Corporate Compliance and the Antitrust Agencies' Bi-Modal Penalties, 60 *Law and Contemporary Problems* 127, 147 (1997).

<sup>1321</sup> Vgl. *Moot*, Compliance Programs, Penalty Mitigation and the FERC, 29 *Energy Law Journal* 547, 553-559 (2008); *Arlen/Kraakman*, Controlling Corporate Misconduct: An Analysis of Corporate Liability Regimes 72 *New York University L. Rev.* 687, 752-754 (1997).

<sup>1322</sup> *DeMott*, Organizational Incentives to Care About the Law, 60 *Law and Contemporary Problems* 39, 54 (1997).

<sup>1323</sup> *Braithwaite*, Enforced Self-Regulation: A New Strategy for Corporate Crime Control, 80 *Michigan Law Review* 1466, 1481 u 1504 (1982).

ist der unmittelbare Täter (verwaltungs)strafrechtlich zur Verantwortung zu ziehen. Um Compliance zu fördern, sollten auch Unternehmen und deren Geschäftsleitungen,<sup>1324</sup> die nicht die erforderlichen Präventionsmaßnahmen ergriffen haben, um eine Rechtsverletzung aus ihrer Sphäre zu verhindern, (verwaltungs)strafrechtlich belangt werden können. Um die Abschreckungswirkung von Sanktionen richtig einzuschätzen, darf jedoch nicht nur die Strafdrohung sondern muss auch die Wahrscheinlichkeit, dass ein Täter entdeckt und verurteilt wird, mit betrachtet werden.<sup>1325</sup> Um den Disziplinierungseffekt zu stärken, sollte zudem ausdrücklich eine zivilrechtliche Haftung des Unternehmens bzw. der Geschäftsleitung vorgesehen werden, die von den Geschädigten in der Praxis einfach durchsetzbar ist. Auf diese Weise wird die Verfolgung durch Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden um ein zivilrechtliches Haftungsrisiko im Wege der privaten Rechtsdurchsetzung (*private enforcement*) ergänzt.<sup>1326</sup>

Durch prozess- und zielorientierte Regulierung wird die Eigenverantwortlichkeit der Unternehmen für die Konzeptionierung und Ergreifung angemessener Compliance-Maßnahmen als Rechtsunsicherheit wahrgenommen. Dies verstärkt die Abschreckungswirkung von Strafdrohungen und Haftungsrisiken, wodurch ein starker Anreiz für die Ergreifung von Compliance-Maßnahmen erzielt wird.<sup>1327</sup>

Die stärksten positiven und negativen Anreize für Compliance werden in den USA geboten. Zu den Letzteren zählen strafrechtliche Verfolgung von unmittelbaren Tätern und Unternehmen aufgrund der *respondeat superior* Doktrin mit Strafdrohung bis zu 20 Jahren Freiheitsstrafe und 25 Millionen Dollar Geldstrafe, die Möglichkeit gegen *controlling persons* eine Geldbuße von bis zu 1 Million Dollar zu verhängen und die gesetzlich ausdrücklich geregelte und in der Praxis rege genutzte zivilrechtliche Haftung von unmittelbaren Tätern und *controlling persons*. Zusätzlich werden durch subnormative Akte von Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden auch positive Anreize gesetzt. Zwar geht die *respondeat superior* Doktrin von einer verschuldensunabhängigen, strafrechtlichen Verantwortlichkeit des Unternehmens aus,<sup>1328</sup> jedoch wird deren Wirkung

---

<sup>1324</sup> Nach *Coffee* ist aus Präventionsgründen eine Bestrafung von Entscheidungsträgern effektiver als eine des Unternehmens, weil dies abschreckender wirkt. *Coffee*, "No soul to Damn: No Body to Kick": An Unscandalized Inquiry into the Problem of Corporate Punishment, 79 Michigan Law Review 386, 409 (1981).

<sup>1325</sup> *Coffee*, "No soul to Damn: No Body to Kick": An Unscandalized Inquiry into the Problem of Corporate Punishment, 79 Michigan Law Review 386, 408 (1981).

<sup>1326</sup> *Calkins*, Corporate Compliance and the Antitrust Agencies' Bi-Modal Penalties, 60 Law and Contemporary Problems 127, 149 (1997).

<sup>1327</sup> *Zimmer/Höft*, ZGR 2009, 689; *Sieber* in FS Tiedemann 475.

<sup>1328</sup> Nach *DeMott* würde eine verschuldensunabhängige Zurechnung von Straftaten von Mitarbeitern zum Unternehmen den Anreiz bieten, dass das Unternehmen bei der Auswahl der Mitarbeiter sorgfältiger vorgehen, die erforder-

---

durch die U.S. Sentencing Guidelines und das USAM eingeschränkt, weil beide Dokumente die strafmildernde Wirkung effektiver Compliance-Programme ausdrücklich anführen und darüber hinaus auch Anleitungen geben, welche Anforderungen an ein derartiges Programm gestellt werden.<sup>1329</sup> Zwar führt Compliance nicht zu einer vollständigen Straflosigkeit, jedoch kann die Minimalstrafe durch Abschluss von Plea-Agreements, Non-Prosecution Agreements und Deferred Prosecution Agreements vermieden werden, was einen zusätzlichen Anreiz zur Prävention, internen Kontrolle und Kooperation mit Behörden bietet.<sup>1330</sup>

Das österreichische Recht setzt vorwiegend auf negative Anreize. Sowohl der unmittelbare Täter als auch Unternehmen können seit Einführung des VbVG für Verstöße gegen die Insiderverbote strafrechtlich verfolgt werden. Bei der Anreizwirkung des VbVG ergibt sich jedoch ein widersprüchliches Bild. Während das Verfolgungsermessen der Staatsanwaltschaft als ein positiver Anreiz hervorzuheben ist, der Unternehmen zur Kooperation im Verfahren und zur Setzung angemessener Compliance-Maßnahmen motiviert, ist die Abschreckungswirkung der Verbandsgeldbuße aufgrund ihrer Deckelung mit 1,8 Millionen Euro insbesondere für große börsennotierte Unternehmen vergleichsweise niedrig. Genauso wenig kann die Verwaltungsstrafe von bis zu 30.000 Euro für Verstöße gegen die ECV aufgrund ihrer geringen Höhe als abschreckend angesehen werden. Im Bereich des Verwaltungsstrafrechts kommt hinzu, dass die überaus strenge Rechtsprechung des VwGH ein Compliance-Programm nicht als effektiv anerkennt, sofern es zu einem Verstoß gegen eine verwaltungsrechtliche Vorschrift kommt. Damit ist im Bereich des Verwaltungsstrafrechts *de facto* mangels erheblicher Strafdrohung sowie mangels Anerkennung von Compliance-Anstrengungen keine Anreizwirkung für Compliance gegeben.

Ähnlich stellt sich die Situation bei der zivilrechtlichen Haftung dar. Gesetzlich sind die zivilrechtlichen Folgen einer Verletzung der Insiderverbote nicht geregelt. Zwar stellen derartige Verstöße nach hM eine Schutzgesetzverletzung iSv § 1311 ABGB dar, jedoch kommt dem Zivilrecht bei der Durchsetzung des Insiderrechts und der Insider-Compliance-Vorschriften in der Praxis keinerlei Bedeutung zu.

---

derlichen Maßnahmen treffen und die Unternehmenskultur dementsprechend ausrichten wird, um das Auftreten von Straftaten zu verhindern. *DeMott*, *Organizational Incentives to Care About the Law*, 60 *Law and Contemporary Problems* 39, 50-51 (1997).

<sup>1329</sup> Vgl. *Corporate Compliance Committee*, ABA Section of Business Law, *Corporate Compliance Survey*, 60 *Business Lawyer* 1759, 1762 (2005).

<sup>1330</sup> *Krawiec*, *Organizational Misconduct: Beyond the Principal-Agent Model*, 32 *Florida State University L. Rev.* 571, 585 (2005), *Arlen/Kraakman*, *Controlling Corporate Misconduct: An Analysis of Corporate Liability Regimes* 72 *New York University L. Rev.* 687, 745 (1997).

In Deutschland werden Verstöße von Insidern gegen die Insiderverbote strafrechtlich verfolgt, während Verstöße gegen das Empfehlungs- und Weitergabeverbot durch Sekundärinsider lediglich eine Ordnungswidrigkeit<sup>1331</sup> darstellen. Zwar kennt das deutsche Recht kein Unternehmensstrafrecht, jedoch kann eine Verbandsgeldbuße gemäß § 30 OWiG gegen das Unternehmen für ihm zurechenbare Verstöße von Unternehmensangehörigen verhängt werden. Da die Verbandsgeldbuße jedoch nur bis zu 1 Million Euro beträgt, ist die Abschreckungswirkung genauso wie in Österreich begrenzt. Des Weiteren ist es nach deutschem Recht nicht zulässig, die Einrichtung eines Compliance-Programms als Sanktion aufzuerlegen, während dies in den USA gemäß den Sentencing Guidelines und in Österreich gemäß VbVG möglich ist.<sup>1332</sup>

Auf Ebene des Ordnungswidrigkeitenrechts begründen weitere negative Anreize eine Geldbuße von bis zu 1 Million Euro aufgrund von Aufsichtsverletzungen und eine weitere Geldbuße von bis zu 50.000 Euro wegen Verstößen gegen die Pflicht zur Führung eines Insiderverzeichnis. Diese sind jeweils gegen die gesetzlichen Vertreter des Unternehmens zu verhängen, wodurch erhebliche Anreize für diese Personen bestehen, angemessene Maßnahmen zu ergreifen, um rechtskonformes Verhalten des Unternehmens und der Unternehmensangehörigen sicherzustellen.

Demgegenüber bietet das Zivilrecht wie auch in Österreich nur mangelnde Anreize. Eine zivilrechtliche Durchsetzung der Insiderverbote wird idR daran scheitern, dass zivilrechtliche Folgen von Insiderverstößen gesetzlich nicht geregelt sind und nach der in Deutschland hM ein Verstoß gegen diese keine Schutzgesetzverletzung darstellt.

### 7.2.4. Insider-Compliance Maßnahmen

In allen drei Vergleichsländern haben sich trotz unterschiedlicher rechtlicher Ausgangslagen in der Praxis weitgehend ähnlich strukturierte Insider-Compliance-Programme entwickelt, die auf den Eckpunkten Organisation, Verfahren und Information beruhen.<sup>1333</sup> Dadurch soll der Umgang mit und der Zugriff auf Insiderinformationen innerhalb des Unternehmens geregelt und Wertpapiertransaktionen von Gesellschaftsinsidern mit Wertpapieren des Emittenten beschränkt werden. Besondere Bedeutung kommt dem Aufbau von Kompetenzen im Unternehmen zu. Dies

---

<sup>1331</sup> Beim Ordnungswidrigkeitenrecht handelt es sich um ein Pendant zum österreichischen Verwaltungsstrafrecht. *Kienapfel/Höpfel*, Strafrecht<sup>12</sup> E 11 Z 2. Nach Ansicht von *Stärker* ist das deutsche Ordnungswidrigkeitenrecht weder dem österreichischen Strafrecht noch dem Verwaltungsstrafrecht eindeutig zuordenbar. *Stärker*, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz 29f.

<sup>1332</sup> *Engelhart*, NZG 2011, 129. In Österreich bedarf eine derartige Weisung im Gegensatz zu den USA jedoch der Zustimmung des betroffenen Unternehmens.

<sup>1333</sup> Vgl. *Bumke*, Die Verwaltung 41 (2008) 250.

---

wird durch qualifiziertes Compliance-Personal, die Einbeziehung externer Beratern sowie Schulungs- und Beratungsangebote für Unternehmensangehörige erreicht.<sup>1334</sup>

Von Gesetzes wegen wird in Österreich durch die ECV der detaillierteste Rahmen für ein Emittenten-Compliance-Programm vorgegeben. Der Aufbau der Compliance-Organisation, Regeln über den Umgang mit Insiderinformationen, die Erfassung potentieller Insider im Insiderverzeichnis, die Einführung von Handelsverboten und die Schulung von Unternehmensangehörigen werden genau geregelt, wobei dem Emittenten nur in engen Grenzen eine flexible Anpassung des Compliance-Programms an unternehmensspezifische Faktoren erlaubt wird.

Im Gegensatz zu Österreich wurde in Deutschland lediglich die Pflicht zur Führung eines Insiderverzeichnisses im WpHG und der WpAIV umgesetzt. Nichtsdestotrotz wird sowohl in der Literatur als auch der Praxis davon ausgegangen, dass Emittenten sehr wohl weiterführende Compliance-Maßnahmen zur Hintanhaltung von Verstößen gegen die Insiderverbote treffen müssen. Die Zurückhaltung des deutschen Gesetzgebers, Anforderung an ein Emittenten-Compliance-Programm zu definieren, verursacht eine Rechtsunsicherheit, die im Ergebnis dazu führt, dass zur Orientierung auch auf internationale, gesetzliche und administrative Compliance-Standards Bezug genommen wird.<sup>1335</sup>

In den USA finden sich für Emittenten keine spezifischen Insider-Compliance-Vorschriften. Jedoch werden durch die Haftungsrisiken gemäß SEA und den von der U.S. Sentencing Commission, dem DOJ und der SEC erlassenen subnormativen Akten zur Verhaltenssteuerung bestimmte Compliance-Pflichten abgeleitet. Diese arbeiten die Eckpunkte heraus, unter welchen ein Compliance-Programm als effektiv einzustufen ist. Auffallend ist insbesondere die Rolle, die der Geschäftsleitung und der Compliance-Kultur eingeräumt wird. So stufen die Sentencing Guidelines ein Compliance-Programm als ineffektiv ein, wenn Organmitglieder oder leitende Angestellte eine Straftat begangen haben, weil gerade diese für die Umsetzung von Compliance und die Etablierung einer Compliance-Kultur im Unternehmen verantwortlich sein sollten.<sup>1336</sup>

Weiters präferieren US-amerikanische Behörden, die Evaluierung von Compliance-Programmen

---

<sup>1334</sup> OECD, Reducing the risk of policy failure: Challenges for regulatory compliance (2000) 37f.

<sup>1335</sup> Vgl. Engelhart, Reform der Compliance-Regelungen der United States Sentencing Guidelines, NZG 2011, 126 (128); Hauschka in Hauschka, Corporate Compliance § 1 Rn 46f.

<sup>1336</sup> DeMott, Organizational Incentives to Care About the Law, 60 Law and Contemporary Problems 39, 58 (1997).

sowie interne Ermittlungen in Verdachtsfällen an externe Berater zu übertragen, um Interessenskonflikte zu minimieren und das Risiko von Betriebsblindheit auszuschließen.<sup>1337</sup>

Die in der Praxis feststellbare Konvergenz von Compliance-Programmen ist mE damit zu erklären, dass Gesetzgeber Vorgaben an Compliance-Programme überwiegend nicht oder nur rudimentär positivieren und sich die Praxis daher an internationalen Standards zur angemessenen Organisation, Kontrolle und Überwachung eines Unternehmens orientieren muss. Insbesondere für große, börsennotierte Unternehmen, die idR aufgrund der ihnen zur Verfügung stehenden Ressourcen zu Vorreitern bei Compliance zählen, ist es ratsam, dies zu tun, weil sie im Rahmen ihrer internationalen Geschäftstätigkeit verschiedenen ausländischen Compliance-Vorschriften unterliegen und die gegebenenfalls erforderliche Anpassung allgemein anerkannter Standards an regionale Spezifika erleichtert wird.<sup>1338</sup> Darüber ist ein Compliance-Programm, das zusätzlich zu gesetzlichen Mindestvorgaben auch administrative oder sonstige allgemein anerkannte Standards einhält, nicht nur geeignet eine Strafmilderung zu erlangen, sondern kann auch gegenüber der Öffentlichkeit glaubwürdig als effektives Compliance-Programm dargestellt werden, wodurch regelkonformes und ethisches Verhalten sichergestellt wird.<sup>1339</sup>

Schließlich fällt auf, dass in sämtlichen Vergleichsländern die Stellung des Compliance-Officers, insbesondere Erfordernisse an seine fachliche Unabhängigkeit gegenüber der Geschäftsleitung, von Seiten der Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden noch nicht aufgegriffen wurde. Dies ist bemerkenswert, weil letzterer Aspekt bei Compliance-Vorschriften für Banken und Wertpapierdienstleister im Unterschied zur Emittenten-Compliance bereits gesetzlich geregelt wurde.<sup>1340</sup> In diesem Bezug besteht mE Handlungsbedarf, weil ungeachtet der Verantwortung der Geschäftsleitung für Compliance eine konsequente Umsetzung der Compliance-Anstrengungen im Unternehmensalltag ohne einen, zumindest in einem gewissen Ausmaß, fachlich unabhängigen Compliance-Officer gefährdet erscheint. Diese Problematik tritt bei potentiellen Verstößen gegen Insiderverbote in besonderem Maße auf, weil typischerweise die Geschäftsleitung Zugang zu Insiderinformationen hat und ein nicht unabhängiger Compliance-Officer wohl aus Furcht vor Repressionen nicht gegen diese vorgehen wird.

---

<sup>1337</sup> Engelhart, NZG 2011, 127.

<sup>1338</sup> Engelhart, NZG 2011, 129. Zu rechtlichen Grenzen von Compliance-Programmen aufgrund internationaler Geschäftstätigkeit siehe Kapitel 7.2.5.

<sup>1339</sup> Aviram, In Defense of Imperfect Compliance Programs, 32 Florida State University L. Rev. 763, 766 (2005).

<sup>1340</sup> Vgl. § 18 Abs 3 WAG.

### 7.2.5. Rechtliche Grenzen von Compliance-Programmen

Gesetzeber, Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden anerkennen erst zögerlich die inhärenten Grenzen eines effektiven Compliance-Programms. Darunter fallen vor allem faktische Aspekte. Insbesondere ist eine lückenlose und jederzeitige Überwachung sämtlicher Unternehmensangehöriger als eine überspannte Anforderungen an Compliance abzulehnen, weil eine derartige Kontrolldichte die Geschäftstätigkeit eines Unternehmens ohne Zweifel lahmlegen würde. Der Effektivität von Compliance-Programmen werden jedoch nicht nur durch faktische Umstände sondern auch durch Gesetze Grenzen gesetzt. Vor allem treten zwischen dem Arbeits- und Datenschutzrecht auf der einen Seite und Compliance-Pflichten auf der anderen Seite Zielkonflikte auf.<sup>1341</sup> Während Letztere auf eine präventive Überwachung und Kontrolle der Unternehmensangehörigen abzielen, sollen Erstere den Schutz der Privatsphäre und persönlicher Interessen der Arbeitnehmer sicherstellen. Aufgrund strengerer gesetzlicher Regelungen in Österreich und Deutschland wird in diesen beiden Vergleichsländern diese Problematik in der Literatur stärker thematisiert als in den USA.<sup>1342</sup> Auffallend ist weiters, dass die verfassungsmäßigen Grenzen von Compliance-Maßnahmen in der deutschsprachigen Literatur wiederholt diskutiert wurden, während diese Thematik in der US-amerikanischen Literatur unbehandelt bleibt.<sup>1343</sup>

In Österreich und Deutschland sind bei der Konzeption eines Compliance-Programms und der damit verbundenen Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen die Rechte der Unternehmensangehörigen angemessen zu berücksichtigen.<sup>1344</sup> Insbesondere bedarf in Österreich die Einführung von Kontrollmaßnahmen und technischen Systemen zur Kontrolle der Arbeitnehmer gemäß § 96 Abs 1 Z 3 ArbVG der Zustimmung des Betriebsrates, sofern diese Maßnahmen oder Systeme die Menschenwürde berühren.<sup>1345</sup> Zwar gehört es zum Wesen des Arbeitsverhältnisses, dass sich der Arbeitnehmer der Kontrolle des Arbeitgebers unterwirft,<sup>1346</sup> jedoch darf das für Arbeitsverhältnisse typische und gebotene Maß nicht überschritten werden.<sup>1347</sup>

<sup>1341</sup> U. Schneider, NZG 2010, 1203ff.

<sup>1342</sup> Vgl. Mengel/Ullrich, NZA 2006, 240; Sasse, NZA 2008, 990.

<sup>1343</sup> Beispielsweise wurde in Deutschland kritisiert, dass die erhebliche Datenspeicherung im Rahmen der Erstellung von Insiderverzeichnissen das Recht auf informationelle Selbstbestimmung verletzen würde.

<sup>1344</sup> Die Akzeptanz des Compliance-Programms durch die Dienstnehmer kann durch die Einbeziehung des Betriebsrats in dessen Konzeptionierung gesteigert werden. Lampert in Hauschka, Corporate Compliance § 9 Rn 32.

<sup>1345</sup> Der unbestimmte Begriff der Menschenwürde ist mit Hilfe der Generalklauseln des Zivil- und Arbeitsrechtes zu konkretisieren. Von Bedeutung hierfür sind insbesondere die §§ 16 und 879 ABGB und § 18 AngG. OGH 20.12.2006, 9 ObA 109/06d.

<sup>1346</sup> OGH 13.06.2002, 8 ObA 288/01p; OGH 20.12.2006, 9 ObA 109/06d.

<sup>1347</sup> Schwarz/Löschnigg, Arbeitsrecht<sup>10</sup> (2003) 712; OGH 20.12.2006, 9 ObA 109/06d.

Der Arbeitgeber ist grundsätzlich berechtigt, aufgrund seines Weisungsrechts Compliance-Richtlinien im Unternehmen einzuführen.<sup>1348</sup> Bei Richtlinien, die außerdienstliches Verhalten betreffen, muss angemessener betrieblicher Bezug bestehen und ein überwiegendes Interesse des Arbeitgebers an der Verhaltensvorschrift vorliegen.<sup>1349</sup> Arbeitnehmer haben aufgrund ihrer allgemeinen Treuepflicht Insidergeschäfte zu unterlassen, da diese in besonderem Maße geeignet sind, dem Unternehmen Imageschäden zuzufügen. Obwohl ein Verstoß gegen die Insiderverbote idR ein außerbetriebliches Verhalten von Arbeitnehmern darstellen wird, erstreckt sich wegen des besonders engen Zusammenhangs zum Arbeitsverhältnis das Weisungsrecht des Arbeitgebers auch hierauf.<sup>1350</sup> Dies wird auch dann gegeben sein, wenn das Unternehmen zur Erfassung und Meldung außerbetrieblichen Verhaltens, wie bei Directors' Dealings Meldungen, gesetzlich verpflichtet ist.<sup>1351</sup> Aufgrund dieser Einschränkungen sind US-amerikanische Compliance- und Ethikrichtlinien in Österreich und Deutschland wegen des vergleichsweise strengeren Arbeitsrechts nicht ohne Adaptierung anwendbar.<sup>1352</sup>

Der Schutz von Whistleblowern in Österreich und Deutschland ist deutlich schwächer ausgeprägt als in den USA.<sup>1353</sup> Abgesehen von vereinzelt spezialgesetzlichen Vorschriften<sup>1354</sup> finden sich im österreichischen und deutschen Insiderrecht keinerlei Bestimmungen, die entweder Anreize für die Einrichtung eines Whistleblowing-Systems setzen, oder Whistleblower vor Diskriminierung durch ihre Arbeitgeber schützen.

Der datenschutzrechtlichen Zulässigkeit konzernweiter Whistleblowing-Systeme sind rechtliche Schranken gesetzt, die mitunter in Konflikt mit der gesetzlichen Verpflichtung für die Konzernmutter zur Einrichtung eines derartigen Systems treten können. 2008 hat die Datenschutzkommission erstmals die Einrichtung einer Whistleblowing-Hotline durch eine österreichische Tochtergesellschaft eines US-amerikanischen Konzerns und die Übermittlung der über diese Hotline erfassten Daten in die USA unter weitreichenden Auflagen genehmigt.<sup>1355</sup> Die Einrichtung die-

---

<sup>1348</sup> Compliance-Richtlinien können auch einzelvertraglich oder durch eine Betriebsvereinbarung eingeführt werden. *Mazal*, Antikorruptionsrecht - Handlungsbedarf für Unternehmen, *ecolex* 2009, 739 (739).

<sup>1349</sup> *Borgmann*, Ethikrichtlinien und Arbeitsrecht, *NZA* 2003, 352 (354).

<sup>1350</sup> *Schuster/Darsow*, *NZA* 2005, 275. In diesem Sinne auch OGH 01.09.1999, 9 ObA 219/99t; OGH 11.03.1998, 9 ObA 14/98v; OLG Wien 26.06.2000, 10 Ra 97/00h; *Brodil*, Verpfeifer, Pfeifen und Verpiffene, *ecolex* 2009, 1024 (1026).

<sup>1351</sup> §§ 10 u 12 Abs 2 Z 5 ECV. In diesem Sinne auch *Borgmann*, *NZA* 2003, 354.

<sup>1352</sup> *Wecker/Galla*, in *Wecker/van Laak*, Compliance in der Unternehmerpraxis 46.

<sup>1353</sup> Vgl. *Müller*, Whistleblowing – Ein Kündigungsgrund? *NZA* 2002, 424.

<sup>1354</sup> Vgl. § 9b UIG.

<sup>1355</sup> DSK 05.12.2008, GZ K178.274/0010-DSK/2008.

ser Whistleblowing-Hotline war für die US-amerikanische Konzernmutter aufgrund der Vorschriften des SOA erforderlich.

Besondere Problemstellungen können sich vor allem für börsennotierte Gesellschaften mit einem Cross-Listing in zwei Jurisdiktionen ergeben.<sup>1356</sup> Selbst innerhalb der EU kann ein Cross-Listing erheblichen Aufwand verursachen, weil die Anforderungen an die Führung des Insiderverzeichnisses durch die MarktmissbrauchsRL nicht vollständig harmonisiert wurden. Daher könnten Emittenten gezwungen sein, zwei Verzeichnisse zu führen, um die Vorschriften beider Mitgliedsstaaten zu erfüllen.<sup>1357</sup>

### 7.2.6. Compliance und Gesellschaftsrecht

Das Gesellschaftsrecht wird zunehmend von aufsichtsrechtlichen Organisations-, Publizitäts- und Verhaltensnormen durchdrungen.<sup>1358</sup> Besonders börsennotierte Gesellschaften unterliegen in zunehmendem Ausmaß speziellen Regelungsregimen, weshalb man zu Recht vom sich herausbildenden Typus der Börsenaktiengesellschaft sprechen kann.<sup>1359</sup>

Kapitalmarkt- und Aktienrecht weisen mitunter Zielkonflikte auf,<sup>1360</sup> die insbesondere im Bereich des Insiderrechts deutlich erkennbar werden. Während das Aktienrecht einen Rahmen für die Zusammenarbeit von und die Kompetenzverteilung zwischen Vorstand, Aufsichtsrat und Hauptversammlung vorgibt, wird aus Gründen des insiderrechtlichen Flankenschutzes bei der Ad-hoc Pflicht keine Rücksicht auf gesellschaftsrechtliche Erfordernisse gelegt. So tritt diese Publizitätspflicht beim Aufstellen der Bilanz, die kurserhebliche und öffentlich nicht bekannte Informationen enthält, bereits zu jenem Zeitpunkt ein, bei dem der Vorstand der Auffassung ist, dass sie sowohl inhaltlich als auch formal den gesetzlichen Anforderungen entspricht.<sup>1361</sup> Ein Zuwarten mit der Veröffentlichung der Ad-hoc Mitteilung bis zur formalen Feststellung des Jahresabschlusses durch den Aufsichtsrat oder Genehmigung durch die Hauptversammlung wäre

<sup>1356</sup> Vgl. zur Kooperation mit US-amerikanischen Behörden im Fall von Ermittlungen *Dann/Schmidt*, NJW 2009, 1851.

<sup>1357</sup> CESR hat den Aufsichtsbehörden empfohlen, die Insiderverzeichnisse, die nach den Vorschriften des Sitzstaates erstellt wurden, anzuerkennen. *CESR, Market Abuse Directive - Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market* (2007), CESR/06-562b, 15.

<sup>1358</sup> *U. Schneider*, NZG 2010, 1202; *Preusche* in *Heidel*, Aktienrecht, Compliance-Regeln Rn 2.

<sup>1359</sup> *Kalss/Burger/Eckert*, Die Entwicklung des österreichischen Aktienrechts 370. Zum Begriff der Börsenaktiengesellschaft. *Nobel*, Börsengesellschaftsrecht? in FS Bär (1998) 301 (301ff). Zur Situation in Deutschland vgl. *Spindler* in *Goette/Habersack*, MünchKomm AktG<sup>3</sup> Vor § 76 Rn 65.

<sup>1360</sup> *Kalss* in *Kalss/Nowotny/Schauer*, Österreichisches Gesellschaftsrecht Rz 1/123.

<sup>1361</sup> *Sicking*, Hauptversammlung, in *Kuthe/Rückert/Sicking*, Compliance-Handbuch Kapitalmarktrecht (2004) 37 (37).

unzulässig. Auch das insiderrechtliche Verbot der Weitergabe von Insiderinformationen greift in das Aktienrecht ein, indem es das Auskunftsrecht der Aktionäre während der Hauptversammlung beschränkt.<sup>1362</sup>

Die in Österreich, Deutschland und den USA zu ergreifenden Insider-Compliance-Maßnahmen sind ein Paradebeispiel dafür, dass börsennotierte Gesellschaften besonderen Organisations-, Überwachungs- und Kontrollpflichten unterworfen werden. Dies gilt selbst für die USA, in denen keine umfassenden Insider-Compliance-Pflichten gesetzlich angeordnet werden. Nichtsdestotrotz ist unumstritten, dass Emittenten nicht zuletzt aus Haftungsgründen weitreichende Maßnahmen treffen müssen, um die Einhaltung der kapitalmarktrechtlichen Vorschriften sicherzustellen. In Europa wird durch die MarktmissbrauchsRL explizit die Führung eines Insiderverzeichnisses durch den Emittenten sowie die Unterrichtung der Unternehmensangehörigen über die Insiderverbote angeordnet. Aufgrund der ECV gelten in Österreich darüber hinausgehend insiderspezifische Compliance-Pflichten, die das Leitungsermessen des Vorstands einer börsennotierten Gesellschaft in Bezug auf die Organisation des Unternehmens und des Informationsflusses weitgehend einschränken.

### **7.2.7. Zusammenfassung**

Die Gesetzgeber tendieren in jüngerer Zeit dazu, im Bereich des Kapitalmarktrechts öffentliche Überwachungspflichten direkt zu den Emittenten zu verlagern. Das österreichische und deutsche Recht sehen ausdrücklich Organisations-, Kontroll- und Überwachungspflichten für Emittenten zur Hintanhaltung von Verstößen gegen die Insiderverbote vor. Im Gegensatz dazu mangelt es in den USA an einer ausdrücklichen gesetzlichen Regelung, jedoch führen Haftungsrisiken und subnormative Akte zur Verhaltenssteuerung, die von Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden gesetzt werden, zu einer *de facto* Insider-Compliance-Pflicht.

Obwohl im Kapitalmarktrecht eine Tendenz zur ziel- und prozessorientierten Regulierung besteht, basieren die österreichischen und deutschen Insider-Compliance-Vorschriften für Emittenten auf einer klassischen regelbasierten Regulierungstechnik. Hingegen fußen die U.S. Sentencing Guidelines, das USAM und der Seaboard Report auf einem Mix von ziel- und prozessorientierten Ansätzen.

---

<sup>1362</sup> Vgl. § 118 Abs 2 Z 3 AktG; *Preusche in Heidel*, Aktienrecht, Compliance-Regeln Rn 9.

In allen Vergleichsländern setzen Aufsichts- oder Strafverfolgungsbehörden subnormative Akte ein. In den USA wird damit nicht nur die Rechtsansicht der jeweiligen Behörde dargelegt, sondern durch die explizite Anerkennung von Compliance-Programmen als strafmildernden Faktor auch positive Anreize gesetzt. Generell kommt im Kapitalmarktrecht der Verhaltenssteuerung durch Schaffung positiver und negativer Anreize große Bedeutung zu. Wiederum nehmen die USA eine Vorreiterrolle ein, indem einerseits erhebliche Risiken der strafrechtlichen Verantwortlichkeit und zivilrechtlichen Haftung für den Emittenten bei Verstößen von Unternehmensangehörigen gegen die Insiderverbote bestehen und andererseits bei der Strafverfolgung sowie Strafzumessung das Bemühen eines Emittenten um ein angemessenes Compliance-Programm Anerkennung findet. Im Vergleich dazu sind die Anreizstrukturen in Österreich und Deutschland nur schwach entwickelt.<sup>1363</sup>

Trotz all dieser Unterschiede weist die Compliance-Praxis von Emittenten in Österreich, Deutschland und den USA grundlegende Ähnlichkeiten auf. Die Kernaufgaben derartiger Programme sind jeweils die Regelung des Umgang mit und der Zugriff auf Insiderinformationen innerhalb des Unternehmens, die Beschränkung von Wertpapiertransaktionen von Gesellschaftsinsidern mit Wertpapieren des Emittenten und die Schulung- und Beratung von Unternehmensangehörigen.

---

<sup>1363</sup> Für Deutschland *Sieber* in FS Tiedemann 473.

## 8. Conclusio

Das Kapitalmarktrecht ist in den letzten Jahren in Österreich, Deutschland und den USA tief in das Gesellschaftsrecht eingedrungen, weshalb man zu Recht von einem sich herausbildenden Recht der börsennotierten Aktiengesellschaft sprechen kann. Dieser Befund ist speziell im Bereich der Insider-Compliance, die Emittenten Organisations-, Kontroll- und Überwachungspflichten gesetzlich auferlegt, zutreffend.

Das Compliance-Konzept stammt aus den USA und wird seit den 1990ern auch in Europa verstärkt rezipiert, wobei das Kapitalmarkt- und das Kartellrecht eine Vorreiterrolle übernommen haben. Es gibt keine allgemein anerkannte Definition für Compliance. Nichtsdestotrotz lassen sich aus verschiedenen Definitionsversuchen in Literatur und Praxis einige zentrale Merkmale herausfiltern. Compliance erfasst alle Maßnahmen und Vorkehrungen, die von der Geschäftsleitung ergriffen werden, um die Einhaltung sämtlicher anwendbaren gesetzlichen, freiwillig übernommenen und unternehmensintern festgesetzten Ge- und Verbote sicherzustellen. Dadurch soll regelkonformes Verhalten nicht nur auf Ebene des Unternehmens selbst, sondern konzernweit gewährleistet werden.

Compliance ist eine zentrale Leitungsaufgabe des Vorstands und kann nicht an Dritte delegiert werden. Die Übertragung der operativen Durchführung einzelner Compliance-Maßnahmen ist jedoch zulässig. Der Aufsichtsrat hat den Vorstand bei der Einführung und Umsetzung des Compliance-Programms zu überwachen. Hierbei kommen dem Aufsichtsrat keine Kompetenzen zu, die über das Aktienrecht hinausgehen. Im Rahmen der Emittenten-Compliance hat der Aufsichtsrat jedoch auch durch angemessene Maßnahmen sicherzustellen, dass die Vertraulichkeit von Insiderinformationen in seinem Wirkungsbereich gewährleistet werden kann.

Compliance soll präventiv wirken. Daher ist es erforderlich, eine Unternehmenskultur zu fördern und zu schaffen, die rechtskonformes und ethisches Verhalten als zentrale Werte vermittelt. Die Geschäftsleitung hat eine Vorreiterrolle einzunehmen, damit die Compliance-Anstrengungen glaubwürdig sind. Darüber hinaus sollte Compliance auch in die Organisationskultur des Unternehmens übergehen. Als lernende Organisation sollte das Unternehmen sicherstellen, dass sämtliche Unternehmensangehörige angemessen über die anwendbaren (Rechts)Vorschriften informiert sind. Als erkenntnispositive Organisation sollte Bedacht darauf gelegt werden, dass Miss-

stände im Unternehmen rasch aufgedeckt oder gemeldet und nicht vertuscht werden. Und als konsequente Organisation sollte das Unternehmen festgestellte Verstöße gegen die (Rechts)Vorschriften konsequent ahnden.

In den 1990ern schwappte die Diskussion über Corporate Governance und Compliance von den USA auf Europa über. Diese Begriffe sind trotz gewisser Gemeinsamkeiten deutlich zu unterscheiden. Während sich Corporate Governance dem regelkonformen Verhalten eines Unternehmens und seiner Organe und Mitarbeiter von Seiten der Regulierer nähert, nimmt Compliance die Perspektive der Regulierten ein. In beiden Fällen wird jedoch mehr als das schlichte Einhalten von (rechtlichen) Vorschriften angestrebt. Vielmehr soll durch eine Änderung der Unternehmens- und Organisationskultur regelkonformes Verhalten nachhaltig gewährleistet werden. Daher ist Compliance als ein wichtiges Werkzeug der Geschäftsleitung bei der Umsetzung von Corporate Governance im Unternehmensalltag zu begreifen.

Der Gesetzgeber kann gezielt Anreize für Unternehmen setzen, um Compliance-Maßnahmen zu ergreifen. Sowohl positive Anreize, insbesondere Strafmilderung oder Rücktritt von der Strafverfolgung, als auch negative Anreize, insbesondere hohe Strafdrohungen oder zivilrechtliche Haftungsrisiken, kommen in Betracht. Darüber greifen auch Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden zu subnormativen Methoden der Verhaltenssteuerung, um Unternehmen durch öffentlich zugängliche interne Verwaltungsanweisungen, Rundschreiben oder Leitfäden ihre Rechtsansicht bewusst zu kommunizieren. Die Anreizstrukturen in Österreich, Deutschland und den USA sind unterschiedlich stark ausgeprägt. Während in den USA verschiedenste positive und negative Anreize zur Ergreifung angemessener Compliance-Maßnahmen vom Gesetzgeber und den Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden gesetzt wurden, besteht in Österreich und Deutschland Aufholbedarf.

Der Aufbau einer Compliance-Organisation und die Durchführung von Compliance-Maßnahmen bedeuten für ein Unternehmen einen erheblichen finanziellen und organisatorischen Aufwand; insbesondere wenn es in mehreren Jurisdiktionen tätig ist. Trotz dieser Kosten ist die Ein- und Durchführung eines Compliance-Programmes gerechtfertigt, weil Verstöße gegen Rechtsvorschriften weitreichende (verwaltungs)strafrechtliche und zivilrechtliche Konsequenzen nach sich ziehen können. Darüber hinaus können behördliche und staatsanwaltliche Ermittlungen die unternehmensinternen Prozesse durch Hausdurchsuchungen oder Beschlagnahme von Dokumenten

nahezu zum Stillstand bringen. Sofern Verstöße publik werden, können Reputationsschäden eintreten.

Dem Erfolg eines Compliance-Programms sind rechtliche und faktische Grenzen gesetzt. Letztere ergeben sich nicht zuletzt daraus, dass Compliance-Maßnahmen die Geschäftstätigkeit eines Unternehmens nicht ungebührlich beeinträchtigen können. Rechtliche Grenzen werden vor allem durch das Arbeits- und Datenschutzrecht gesetzt, was bei Unternehmen Probleme aufwerfen kann, die ihre Geschäftstätigkeit auf Länder erstrecken, deren Rechtsvorschriften einander widersprechen. Hierbei sind vor allem durch US-amerikanisches Kapitalmarktrecht vorgeschriebene Whistleblowing-Systeme zu nennen, die von Emittenten konzernweit, also auch außerhalb der USA einzurichten sind.

Ein Compliance-Programm muss sich dem unternehmensspezifischen Risikoprofil anpassen, um effektiv sein zu können. Die für das jeweilige Unternehmen zu berücksichtigenden Risiken sind im Rahmen eines Risikomanagementprozesses zu erfassen und zu analysieren. Da das Risikoprofil eines Unternehmens aufgrund interner und externer Faktoren Änderungen unterworfen ist, ist das Compliance-Programm regelmäßig an diese neuen Gegebenheiten anzupassen.

Obwohl es aufgrund der unterschiedlichen unternehmensspezifischen Risikoprofile keine Standardlösung geben kann, haben sich in den Vergleichsländern in der Praxis weitestgehend ähnliche allgemein anerkannte Eckpunkte herausgebildet. Zu diesen zählen insbesondere die Einrichtung einer Compliance-Organisation, die operativ von einem Compliance-Officer geleitet wird, die Erlassung einer Compliance-Richtlinie und gegebenenfalls spezieller Richtlinien für einzelne Rechtsbereiche, die Einführung organisatorischer Maßnahmen wie Vertraulichkeitsbereiche, die Schulung und Beratung von Unternehmensangehörigen bei compliance-relevanten Themen sowie die Durchführung von Kontroll- und Überwachungsmaßnahmen.

Dem Compliance Officer kommt im Rahmen des Compliance-Programms zentrale Bedeutung zu, weil er die Compliance-Anstrengungen des Emittenten operativ umsetzen soll und dabei sowohl eine beratende als auch überwachende Funktion zu erfüllen hat. Diese Aufgaben erfordern nicht nur eine entsprechende persönliche und fachliche Qualifikation des Compliance-Officers, sondern auch ein gewisses Mindestmaß an fachlicher Unabhängigkeit gegenüber der Geschäftsleitung. Von Seiten der Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden wurde letzterer Aspekt bei der Emit-

---

tenten-Compliance im Unterschied zur Compliance von Banken und Wertpapierdienstleistern noch nicht aufgegriffen.

Genauso wie das Compliance-Konzept wurde das Insiderrecht aus den USA übernommen. Der Ursprung des US-amerikanischen Insiderrechts liegt in der Kapitalmarktgesetzgebung der 1930er Jahre. Demgegenüber wurde eine Diskussion über die Einführung eines Insiderrechts in Europa erst in den 1960ern angestoßen. Das österreichische und deutsche Insiderstrafrecht geht auf die 1989 erlassene InsiderRL zurück und wurde zuletzt durch die MarktmissbrauchsRL einer umfassenden Reform unterzogen.

In allen drei Vergleichsländern sind Verstöße gegen die Insiderverbote unter gerichtliche Strafe gestellt. Von den Verboten sind grundsätzlich die Verwendung von Insiderinformationen für Wertpapiergeschäfte, die Weitergabe von Insiderinformationen und die Empfehlung von Insiderpapieren in Kenntnis von Insiderinformationen erfasst. Um die Effektivität der Insiderverbote abzusichern, werden typischerweise Organisations- und Publizitätspflichten eingeführt. Damit soll die unverzügliche Veröffentlichung von Insiderinformationen sowie die Vertraulichkeit von Insiderinformationen bis zu deren Veröffentlichung sichergestellt werden.

Während in den USA eine Insider-Compliance-Pflicht bejaht wird, obwohl es für Emittenten an einer ausdrücklichen gesetzlichen Regelung mangelt, ist diese in Österreich und Deutschland für Emittenten ausdrücklich vorgesehen. Österreich hat bereits vor der MarktmissbrauchsRL, durch die die Pflicht zur Führung eines Insiderverzeichnis angeordnet wurde, die ECV erlassen, die Emittenten zur Ergreifung bestimmter Maßnahmen zur Hintanhaltung von Insiderhandel verpflichtet. Im Gegensatz dazu hat sich der Gesetzgeber in Deutschland darauf beschränkt, die Mindestvorgaben für Insider-Compliance im WpHG umzusetzen.

Trotz dieser unterschiedlichen gesetzlichen Hintergründe, haben sich in der Praxis sowohl in Österreich und Deutschland als auch in den USA ähnliche Grundzüge für Insider-Compliance-Programme entwickelt. Im Vordergrund steht jeweils, dass die Vertraulichkeit von Insiderinformationen bzw. Informationen, die in naher Zukunft dazu werden könnten, durch organisatorische Maßnahmen gewährleistet wird. Besonderer Wert wird auch auf die Information und Schulung von Unternehmensangehörigen über Insiderverbote gelegt. Schließlich werden durch Insider-Compliance-Richtlinien Sperrfristen eingeführt, während dieser bestimmte Gesellschaftsinsider keine Geschäfte mit Wertpapieren des Emittenten tätigen dürfen.

Für die Zukunft von Compliance im Allgemeinen und Insider-Compliance im Speziellen sind mehrere Trends erkennbar. Bereits jetzt kommt der subnormativen Verhaltenssteuerung von Emittenten im Kapitalmarktrecht große Bedeutung zu. Auch die FMA und die BaFin haben mittlerweile Rundschreiben und Leitfäden veröffentlicht, die Emittenten im Sinne der Rechtsansicht der jeweiligen Behörde beeinflussen. Dass dieser Trend in Europa weiter anhalten wird, ist aufgrund des Lamfalussy-Verfahrens bereits jetzt absehbar. Weiters haben die Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden in Österreich, Deutschland und den USA dem Kapitalmarktrecht in den letzten Jahren aufgrund zahlreicher Unternehmensskandale bereits vermehrt Aufmerksamkeit geschenkt und werden dies aufgrund der zunehmenden Bedeutung der Kapitalmärkte auch in Hinkunft tun. Und schließlich werden die Gesetzgeber und Behörden weiterhin Anreize zur Erreichung von Compliance-Maßnahmen setzen, da dadurch nicht zuletzt Überwachungsmaßnahmen von der staatlichen Ebene auf Private überwältzt werden können. Zusammenfassend kann daher festgehalten werden, dass tendenziell eine weitere Verschärfung der rechtlichen Risiken für Emittenten aufgrund (verwaltungs)strafrechtlicher Verantwortlichkeit und zivilrechtlicher Haftung zu erwarten ist.

## 9. Abkürzungsverzeichnis

aA	anderer Ansicht
ABA	American Bar Association
ABGB	Allgemeines Bürgerliches Gesetzbuch
ABl	Amtsblatt der Europäischen Union
Abs	Absatz
ADR	American Depositary Receipts
AEUV	Vertrag über die Arbeitsweise der Europäischen Union
aF	alte Fassung
AG	Die Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
ALI-ABA	American Law Institute - American Bar Association
Anm	Anmerkung
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
AÖFV	Amtsblatt der österreichischen Finanzverwaltung
ARÄG	Aktienrechts-Änderungsgesetz 2009
ArbVG	Arbeitsverfassungsgesetz
Art	Artikel
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BAG	Bundesarbeitsgericht
BAWe	Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel
BB	Betriebs-Berater
BFuP	Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BGBI	Bundesgesetzblatt
BGH	Bundesgerichtshof
BGHZ	Entscheidungen des Bundesgerichtshofs in Zivilsachen
BilMoG	Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz
BIS	Bank for International Settlements
BKR	Zeitschrift für Bank- und Kapitalmarktrecht
BlgNR	Beilage(n) zu den stenographischen Protokollen des Nationalrates
BörseG	Börsegesetz
BörsG	Börsengesetz
BT-Drs	Bundestagsdrucksache
BVerG	Bundesvergabegesetz
B-VG	Bundes-Verfassungsgesetz
BWA	Bundeswertpapieraufsicht
BWG	Bankwesengesetz
bzw	beziehungsweise
C.F.R.	Code of Federal Regulations
CalPERS	California Public Employees' Retirement System
CCZ	Corporate Compliance Zeitschrift

CEO	Chief Executive Officer
CESR	Committee of European Securities Regulators
Cir	Circuit
dAktG	deutsches Aktiengesetz
DAX	Deutscher Aktien Index
DB	Der Betrieb
DCGK	Deutscher Corporate Governance Kodex
dh	das heißt
DOJ	Department of Justice
dStGB	deutsches Strafgesetzbuch
ECV	Emittenten-Compliance-Verordnung
EG	Europäische Gemeinschaft
EMRK	Europäische Menschenrechtskonvention
ErläutRV	Erläuterungen zur Regierungsvorlage
ESMA	Europäische Wertpapier- und Marktaufsichtsbehörde
et al	et alii, et aliae, et alia
EU	Europäische Union
EuG	Europäisches Gericht erster Instanz
EuGH	Europäischer Gerichtshof
EUR	Euro
EWG	Europäische Wirtschaftsgemeinschaft
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
f	und der, die folgende
FAZ	Frankfurter Allgemeine Zeitung
FCPA	Foreign Corrupt Practices Act
Fed. Reg.	Federal Register
ff	und der, die folgenden
FMA	Finanzmarktaufsichtsbehörde
Fn	Fußnote
FS	Festschrift
GES	Zeitschrift für Gesellschaftsrecht und angrenzendes Steuerrecht
GesRZ	Der Gesellschafter
GG	Grundgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GP	Gesetzgebungsperiode
GWR	Gesellschafts- und Wirtschaftsrecht Zeitschrift
hL	herrschende Lehre
hM	herrschende Meinung
idF	in der Fassung vom
idR	in der Regel
IDW	Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.
IMF	International Monetary Fund
IOSCO	International Organization of Securities Commissions
IStR	Internationales Steuerrecht
iSv	im Sinne von

---

ITSA	Insider Trading Sanctions Act
ITSFEA	Insider Trading and Securities Fraud Enforcement Act
iVm	in Verbindung mit
JBl	Juristische Blätter
JR	Juristische Rundschau
JSt	Journal für Strafrecht
Kap	Kapitel
KG	Kammergericht
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KMU	Kleine und mittlere Unternehmen
KWG	Kreditwesengesetz
L. Rev.	Law Review
LAG	Landesarbeitsgericht
lit	litera (Buchstabe)
mE	meines Erachtens
mwN	mit weiteren Nachweisen
NASDAQ	National Securities Dealers Automated Quotations
NJW	Neue Juristische Wochenschrift
Nr	Nummer
NStZ	Neue Zeitschrift für Strafrecht
NYSE	New York Stock Exchange
NZA	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht
NZA-RR	Neue Zeitschrift für Arbeitsrecht Rechtsprechungs-Report
NZG	Neue Zeitschrift für Gesellschaftsrecht
ÖBA	Österreichisches Bankarchiv
ÖCGK	Österreichischer Corporate Governance Kodex
OECD	Organisation for Economic Co-operation and Development
OeNB	Oesterreichische Nationalbank
OGH	Oberster Gerichtshof
OIG	Office of the Inspector General of the United States Department of Health and Human Services
ÖJZ	Österreichische Juristen-Zeitung
OLG	Oberlandesgericht
OWiG	Gesetz über Ordnungswidrigkeiten
PLI/Corp	Practising Law Institute / Corporate Law and Practice Course Handbook Series
Pub. L. No.	Public Law Number
PwC	PricewaterhouseCoopers
RdW	Recht der Wirtschaft
Regulation FD	Regulation Fair Disclosure
RIW	Recht der Internationalen Wirtschaft
RL	Richtlinie
Rn	Randnummer
Rspr	Rechtsprechung
Rz	Randzahl
RZW	Zeitschrift für Recht und Rechnungswesen

S	Satz
SA	Securities Act
schweiz. StGB	schweizerisches StGB
SEA	Securities Exchange Act
SEC	U.S. Securities and Exchange Commission
Slg	Sammlung
SMU	Southern Methodist University
SOA	Sarbanes-Oxley Act
StGB	Strafgesetzbuch
StPO	Strafprozessordnung
u	und
U.S.C.	United States Code
ÜbG	Übernahmegesetz
UGB	Unternehmensgesetzbuch
UIG	Umweltinformationsgesetz
UMAG	Gesetz zur Unternehmensintegrität und Modernisierung des Anfechtungsrechts
UNIDROIT	Institut international pour l'unification du droit
US	United States
USA	United States of America
USAM	United States Attorneys' Manual
USD	United States Dollar
UVS	Unabhängiger Verwaltungssenat
VbVG	Verbandsverantwortlichkeitsgesetz
VfGH	Verfassungsgerichtshof
vgl	vergleiche
VMV	Veröffentlichungs- und Meldeverordnung
VO	Verordnung
VR	Versicherungsrundschau
VStG	Verwaltungsstrafgesetz
VwGH	Verwaltungsgerichtshof
wbl	wirtschaftsrechtliche blätter
wistra	Zeitschrift für Wirtschafts- und Steuerstrafrecht
WM	Zeitschrift für Wirtschafts- und Bankrecht
WpAIV	Wertpapierhandelsanzeige- und Insiderverzeichnisverordnung
WpHG	Wertpapierhandelsgesetz
Z	Ziffer
ZBB	Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft
ZFR	Zeitschrift für Finanzmarktrecht
ZfV	Zeitschrift für Verwaltung
ZGR	Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht
ZHR	Zeitschrift für das gesamte Handels- und Wirtschaftsrecht
ZIP	Zeitschrift für Wirtschaftsrech
ZRP	Zeitschrift für Rechtspolitik
ZStW	Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft

## 10. Literaturverzeichnis

*Abdallah/Goergen*, Does corporate control determine the cross-listing location? 14 Journal of Corporate Finance 183 (2008)

*Altendorfer*, Insidergeschäfte – Rechtsgrundlagen und Sanktionen (1992)

*American Law Institute*, Principles of Corporate Governance (1994)

*Anonym*, Der Spiegel, Lücke im Gesetz, Der Spiegel, Heft 34/1995, 88

*Anonym*, INSIDER-RICHTLINIEN / Deutsche Verbaende plaedieren fuer Beibehaltung der bewahrten freiwilligen Regelungen, Handelsblatt 26.10.1987, 1

*Arlen/Kraakman*, Controlling Corporate Misconduct: An Analysis of Corporate Liability Regimes 72 New York University L. Rev. 687 (1997)

*Article 29 Data Protection Working Party*, Opinion 1/2006 on the application of EU data protection rules to internal whistleblowing schemes in the fields of accounting, internal accounting controls, auditing matters, fight against bribery, banking and financial crime, [http://ec.europa.eu/justice\\_home/fsj/privacy/docs/wpdocs/2006/wp117\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/justice_home/fsj/privacy/docs/wpdocs/2006/wp117_en.pdf) (15.08.2011)

*Assmann*, Das künftige deutsche Insiderrecht (II), AG 1994, 237

*Assmann*, Das künftige deutsche Insiderrecht (I), AG 1994, 196

*Assmann/Schneider*, Wertpapierhandelsgesetz<sup>5</sup> (2009)

*Assmann/Schneider*, Wertpapierhandelsgesetz<sup>2</sup> (1999)

*Assmann/Sethe*, Handbuch des Kapitalanlagerechts<sup>3</sup> (2007)

*Ausschuss für Wirtschaft und Währung des Europäischen Parlaments*, Bericht über den Vorschlag für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch),

*Aviram*, In Defense of Imperfect Compliance Programs, 32 Florida State University L. Rev. 763 (2005)

*Bachmann*, Kapitalmarktrechtliche Probleme bei Unternehmenszusammenschlüssen, ZHR 172 (2008) 597

*BaFin*, Aufklärungsbogen nach § 15b Abs. 1 Satz 3 Wertpapierhandelsgesetz, [http://www.bafin.de/cln\\_116/SharedDocs/Downloads/DE/Unternehmen/BoersennotierteUnternehmen/Insiderueberwachung/aufklaerungsbogen,templateId=raw,property=publicationFile.doc/aufklaerungsbogen.doc](http://www.bafin.de/cln_116/SharedDocs/Downloads/DE/Unternehmen/BoersennotierteUnternehmen/Insiderueberwachung/aufklaerungsbogen,templateId=raw,property=publicationFile.doc/aufklaerungsbogen.doc) (15.08.2011)

*BaFin*, Die Zusammenfassung von Insiderüberwachung, Geldwäscheprävention BaFin, Entwurf eines Rundschreibens zu Mindestanforderungen an Compliance und die weiteren Verhaltens-, Organisations- und Transparenzpflichten nach §§ 31 ff. WpHG, Konsultation 17/2009

- BaFin*, Emittentenleitfaden (2009)
- BaFin*, Geschäftsbericht 2009
- T. L. Banks/F. Z. Banks*, Corporate Legal Compliance Handbook (2008)
- Bailey/Li/Mao/Zhong*, Regulation Fair Disclosure and Earnings Information: Market, Analyst, and Corporate Responses, 58 *The Journal of Finance* 2487 (2003)
- Bainbridge*, Incorporating State Law Fiduciary Duties into the Federal Insider Trading Prohibition, 52 *Washington & Lee L. Rev.* 1189 (1995)
- Basel Committee on Banking Supervision*, International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards (2004)
- Basel Committee on Banking Supervision*, Consultative Document Operational Risk (2001)
- Basri*, Why implement an effective corporate compliance program? 1536 *PLI/Corp* 809 (2006)
- Bauer*, Datenschutzrechtliche Compliance im Unternehmen, in *Wecker/van Laak*, Compliance in der Unternehmerpraxis (2008), 145
- Bayer/Hoffmann*, Die nichtbörsennotierte Aktiengesellschaft, AG 2008, R 379
- Beams/Brown/Killough*, 45 An Experiment Testing the Determinants of Non-Compliance with Insider Trading Laws, *Journal of Business Ethics* 309 (2003)
- Bearle/Meanes*, The Modern Corporation and Private Property (1932)
- Bebchuk/Hamdani*, Federal Corporate Law: Lessons from history 106 *Columbia L. Rev.* 1793 (2006)
- Becker*, Börsen- und Kapitalmarktrecht der Vereinigten Staaten, in *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform (1997) 755
- Berg/Stöcker*, Anwendungs- und Haftungsfragen zum Deutschen Corporate Governance Kodex, WM 2002, 1569
- Bergmoser/Theusinger/Gushurst*, Corporate Compliance – Grundlagen und Umsetzung, BB 2008, Special zu Heft 25, 1
- Berkeley*, Form of summary memorandum and sample corporate policy on insider trading, SM052 ALI-ABA 523 (2007)
- Bhattacharya/Daouk*, The World Price of Insider Trading, 57 *The Journal of Finance* 75 (2002)
- Bihr/Blättchen*, Aufsichtsräte in der Kritik: Ziele und Grenzen einer ordnungsgemäßen Aufsichtsratsstätigkeit – Ein Plädoyer für den „Profi-Aufsichtsrat“, BB 2007, 1285
- Binder*, „Prozeduralisierung“ und Corporate Governance, ZGR 2007, 745
- Birkner/Inetas*, Verpflichtender Corporate Governance Bericht, RdW 2008, 563

- Bittmann*, Strafrecht und Gesellschaftsrecht, ZGR 2009, 931
- Böhler*, Zur Beweislast bei der Organhaftung, in FS Krejci (2001) 503
- Borgmann*, Ethikrichtlinien und Arbeitsrecht, NZA 2003, 352
- Boury*, Does the European Union need a securities and exchange commission? Capital Markets Law Journal 2006, 184
- Braithwaite*, Enforced Self-Regulation: A New Strategy for Corporate Crime Control, 80 Michigan Law Review 1466 (1982)
- Brandeis*, Other People's Money And How the Bankers Use It (1914)
- Brandi/Süßmann*, Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität - Folgen für den Ablauf und Gestaltung von M&A Transaktionen, AG 2004, 642
- Brandl/Wolfbauer*, Die wirklich neue Finanzmarktaufsichtsbehörde, ecolex 2002, 294
- Brandstetter*, Strafrechtliche Verantwortlichkeit des Aufsichtsrats, in *Kalss/Kunz*, Handbuch für den Aufsichtsrat (2010) 1093
- Brief for the Association of Corporate Counsel et al. as Amici Curiae Supporting Appellant, United States v. Ionia Management SA*, 555 F.3d 303 (2d Cir. 2009), [http://www.nacdl.org/public.nsf/newsissues/amicus\\_attachments/\\$FILE/Ionia\\_Mgmt\\_Amicus.pdf](http://www.nacdl.org/public.nsf/newsissues/amicus_attachments/$FILE/Ionia_Mgmt_Amicus.pdf) (15.08.2011)
- Brodil*, Verpfeifer, Pfeifen und Verpiffene, ecolex 2009, 1024
- Brody/Acker/Logan*, Criminal Law (2001)
- Brown*, Parent-Subsidiary Liability under the Foreign Corrupt Practices Act, 50 Baylor L. Rev. 1 (1998)
- Bruns*, Der Wertpapierhandel von Insidern als Regelungsproblem (1973)
- Buchert*, Der externe Ombudsmann – Ein Erfahrungsbericht, CCZ 2008, 148
- Bumke*, Kapitalmarktregulierung, Die Verwaltung 41 (2008) 227
- Bundesrechtsanwaltskammer*, Thesen zum Unternehmensanwalt im Strafrecht (2010)
- Bürkle*, Corporate Compliance als Standard guter Unternehmensführung des Deutschen Corporate Governance Kodex, BB 2007, 1797
- Bürkle*, Unternehmensinterne Selbstkontrolle durch Compliance-Beauftragte, in Hauschka, Corporate Compliance (2007) 127
- Bürkle*, Corporate Compliance – Pflicht oder Kür für den Vorstand der AG? BB 2005, 565
- Bussian*, Die Verwendung von Insiderinformationen, WM 2011, 8

*Bussmann*, Compliance in der Zeit nach Siemens – Corporate Integrity, das unterschätzte Konzept, *BFuP* 2009, 506

*Bydlinski*, Juristische Methodenlehre und Rechtsbegriff<sup>2</sup> (1991)

*Calkins*, Corporate Compliance and the Antitrust Agencies' Bi-Modal Penalties, 60 *Law and Contemporary Problems* 127 (1997)

*Callahan/Dworkin*, The State of State Whistleblower Protection, 38 *American Business Law Journal* 99 (2000)

*CalPERS*, Facts at a glance: investment (2011), <http://www.calpers.ca.gov/eip-docs/about/facts/investments.pdf> (15.08.2011)

*CalPERS*, Global Principles of Accountable Corporate Governance, <http://www.calpers-governance.org/principles/docs/2008-8-18-global-principles-accountable-corp-gov-final.pdf> (15.08.2011)

*CalPERS*, Reform Focus List, <http://www.calpers-governance.org/alert/focus/default.asp> (15.08.2011)

*Campos Nave*, Chief Corporate Compliance Officer – Werbewirksame Mogelpackung oder Garant einer effizienten Corporate Governance? *BB* 2007, 1

*Campos Nave/Bonenberger*, Korruptionsaffären, Corporate Compliance und Sofortmaßnahmen für den Krisenfall, *BB* 2008, 734

*CESR*, Review Panel report. MAD Options and Discretions 2009, *CESR/09-1120*

*CESR*, Market Abuse Directive - Level 3 – second set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive to the market (2007), *CESR/06-562b*, 15

*CESR*, Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (2008), *CESR/08-099*

*CESR*, Market Abuse Directive - Level 3 – first set of CESR guidance and information on the common operation of the Directive (2005), *CESR/04-505b*

*CESR*, CESR's Advice on Level 2 Implementing Measures for the proposed Market Abuse Directive (2002), *CESR/02-089d*

*Chasin*, Insider v. Issuer: Resolving and Preventing Insider Trading. Compliance Policy Disputes, 50 *UCLA L. Rev.* 859 (2003)

*Clark*, The Sources of Law, in *Clark/Ansay*, Introduction to the law of the United States (2002) 35

*Claussen/Florian*, Der Emittentenleitfaden, *AG* 2005, 745

*Claussen*, Das neue Insiderrecht, *DB* 1994, 27

---

*Claussen*, Die amerikanische SEC – ein Kind ihrer Zeit, Was könnte ein deutsches Aktienamt nützen? FAZ 3.5.1968, 16

*Coffee*, Racing towards the Top? The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance, 102 Columbia Law Review 1757 (2002)

*Coffee*, "No soul to Damn: No Body to Kick": An Unscandalized Inquiry into the Problem of Corporate Punishment, 79 Michigan Law Review 386 (1981)

*Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission*, Internal Control - Integrated Framework (1992)

*Cornell/Sirri*, The Reaction of Investors and Stock Prices to Insider Trading, 47 The Journal of Finance 1031 (1992)

*Corporate Compliance Committee*, ABA Section of Business Law, Corporate Compliance Survey, 60 Business Lawyer 1759 (2005)

*Cutler*, Tone at the Top: Getting it Right, <http://sec.gov/news/speech/spch120304smc.htm> (15.08.2011)

*Dann/Schmidt*, Im Würgegriff der SEC? – Mitarbeiterbefragungen und die Selbstbelastungsfreiheit, NJW 2009, 1851

*Delaware Department of State Division of Corporations*, 2007 Annual Report, <http://www.corp.delaware.gov/2007DivCorpAR.pdf> (15.08.2011)

*Dellinger*, Bankwesengesetz (2010)

*DeMott*, Organizational Incentives to Care About the Law, 60 Law and Contemporary Problems 39 (1997)

*Doralt/Nowotny/Kalss*, Kommentar zum Aktiengesetz (2003)

*Easterbrook*, Insider Trading, Secret Agents, Evidentiary Privileges, and the Production Of Information, 1981 Supreme Court Review 309 (1981)

*Ebaugh*, Insider trading liability for tippers and tippees: A call for the consistent application of the personal benefit test, 39 Texas Journal of Business Law 265 (2003)

*Eisele*, Insiderrecht und Compliance, WM 1993, 1021

*Engelhart*, Reform der Compliance-Regelungen der United States Sentencing Guidelines, NZG 2011, 126

*Europäische Kommission*, Weißbuch zur Finanzdienstleistungspolitik für die Jahre 2005 - 2010

*Fabian*, Legal Risk, in *Barbist/Ahammer*, Compliance in der Unternehmenspraxis (2009) 9

*von Falkenhausen/Widder*, Die befugte Weitergabe von Insiderinformationen nach dem AnSVG, BB 2005, 225

*von Falkenhausen/Widder*, Die Weitergabe von Insiderinformationen innerhalb einer Rechtsanwalts-, Wirtschaftsprüfer- oder Steuerberatersozietät, BB 2004, 165

*Fama*, Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, 25 The Journal of Finance 383 (1970)

*Federalist Society*, Measuring the explosive growth of federal crime legislation, [http://www.fed-soc.org/doclib/20070404\\_crimreportfinal.pdf](http://www.fed-soc.org/doclib/20070404_crimreportfinal.pdf) (15.08.2011)

*Feltl/Pucher*, Corporate Compliance im österreichischen Recht – Ein Überblick, wbl 2010, 265

*Ferrara/Nagy/Thomas*, Ferrara on Insider Trading & The Wall (2007)

*Filip*, Principles of Federal Prosecution of Business Organizations (2008)

*A. Fleischer*, "Federal Corporation Law": an assessment, 78 Harvard Law Review 1146 (1965)

*Fleischer*, Überwachungspflicht der Vorstandsmitglieder, in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts (2006) 267

*Fleischer*, Sorgfaltspflicht von Vorstandsmitgliedern, in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts (2006) 237

*Fleischer*, Legal Transplants im deutschen Aktienrecht, in *Doralt/Kalss*, Franz Klein – Vorreiter des modernen Aktien- und GmbH-Rechts (2004) 115

*Fleischer*, Vorstandsverantwortlichkeit und Fehlverhalten von Unternehmensangehörigen – Von der Einzelüberwachung zur Errichtung einer Compliance-Organisation, AG 2003, 291

*FMA*, Rundschreiben der FMA betreffend die organisatorischen Anforderungen des Wertpapieraufsichtsgesetz 2007 im Hinblick auf Compliance, Risikomanagement und interne Revision (2010),

[http://www.fma.gv.at/typo3conf/ext/dam\\_download/secure.php?u=0&file=2059&t=1313516729&hash=22cb8aa17b439ffe59bfe52873a8713a](http://www.fma.gv.at/typo3conf/ext/dam_download/secure.php?u=0&file=2059&t=1313516729&hash=22cb8aa17b439ffe59bfe52873a8713a) (15.08.2011)

*FMA*, Jahresbericht 2009

*FMA*, Jahresbericht 2008

*FMA/OeNB*, Leitfaden - Management des operationellen Risikos (2005)

*Foerschler*, Corporate Criminal Intent: Toward a Better Understanding of Corporate Misconduct, 78 California Law Review, 1287 (1990)

*Forstinger/Jenatschek*, Konkretisierung des Sorgfaltsmaßstabes von Organwaltern durch den Corporate-Governance-Kodex, GesRZ 2003, 139

*Freeman*, Conference on Codification of the Federal Securities Laws, 22 Business Lawyer 793 (1967)

*Gapp*, Internal Governance für Kreditinstitute und Wertpapierfirmen, ÖBA 2007, 169

- 
- Gareis*, Die Börse und die Gründungen, nebst Vorschlägen zur Reform des Börsenrechts und der Actiengesetzgebung (1874)
- Garner*, Black's Law Dictionary<sup>8</sup> (2004)
- Gebauer*, Compliance-Organisation in der Banken- und Wertpapierdienstleistungsbranche, in *Hauschka*, Corporate Compliance (2007) 651
- Gilch/Pelz*, Compliance-Klauseln – Gut gemeint aber unwirksam? CCZ 2008, 131
- Gobert/Punch*, Rethinking Corporate Crime (2003)
- Goette/Habersack*, Münchener Kommentar zum Aktiengesetz<sup>3</sup> (2008)
- Göpfert/Merten/Siegrist*, Mitarbeiter als „Wissensträger“- Ein Beitrag zur aktuellen ”Compliance-Diskussion, NJW 2008, 1703
- Gormann*, An outline: DOJ and SEC standards on cooperation, 1581 PLI/Corp 887 (2007)
- Grindler*, Additional Guidance on the Use of Monitors in Deferred Prosecution Agreements and Non-Prosecution Agreements with Corporations (2010)
- Groner*, Aspekte des Insidertatbestands (Art. 161 StGB), in *Ackermann*, Strafrecht als Herausforderung (1999) 261
- Groß*, Kapitalmarktrecht<sup>4</sup> (2009)
- Gruber*, Europäisches Kapitalmarktrecht, ZFR 2006, 62
- Gruber*, Neues im Börserecht: Zulassungsverfahren, Insiderstrafrecht, wbl 1993, 319
- Grundmann/Möslein*, Europäisierung, in *Bayer/Habersack*, Aktienrecht im Wandel II (2007) 31
- Gruner*, Corporate Criminal Liability and Prevention (2004)
- Gruner/Brown*, Organizational Justice: Recognizing and Rewarding the Good Citizen Corporation, 21 Journal of Corporation Law 731 (1996)
- Haberer*, Corporate Governance (2003)
- Haberer*, The Road Ahead: Zur Zukunft des europäischen Gesellschaftsrechts, GesRZ 2003, 211
- Hahnl*, Strafrechtliche Verurteilung und vergaberechtliche Zuverlässigkeit, ecolex 2006, 6
- Hammen*, Pakethandel und Insiderhandelsverbot, WM 2004, 1753
- Hart*, Corporate Governance: Some Theory and Implications, 105 The Economic Journal 678 (1995)
- Haschek*, Zukunftsstrategien für den Finanzplatz Wien – Ein Situationsbericht, in FS Frotz (1993) 507

- Hassink/Vries/Bollen*, A content analysis of whistleblowing – Policies of leading European companies, 75 *Journal of Business Ethics* 25 (2007)
- Hauschka*, Einführung, in *Hauschka*, Corporate Compliance (2007) 1
- Hauschka*, Rechtsabteilung, in *Hauschka*, Corporate Compliance (2007) 311
- Hauschka*, Von Compliance zu Best Practice, ZRP 2006, 258
- Hauschka*, Compliance am Beispiel der Korruptionsbekämpfung, ZIP 2004, 877
- Hauschka*, Der Compliance-Beauftragte im Kartellrecht, BB 2004, 1178
- Hauschka*, Compliance, Compliance-Manager, Compliance-Programme: Eine geeignete Reaktion auf gestiegene Haftungsrisiken für Unternehmen und Management? NJW 2004, 257
- Hauschka*, Corporate Compliance – Unternehmensorganisatorische Ansätze zur Erfüllung der Pflichten von Vorständen und Geschäftsführern, AG 2004, 461
- Hauschka/Greeve*, Compliance in der Korruptionsprävention – was müssen, was sollen, was können die Unternehmen tun? BB 2007, 165
- Hauser*, Das Bild von Whistleblowing in der österreichischen Versicherungswirtschaft, ÖBA 2009, 497
- Hausmaninger*, Pro: „Entkriminalisierung“ des Insiderrechts, ÖBA 2003, 637
- Hausmaninger*, Insider Trading (1997)
- Hausmaninger*, Organisatorische Maßnahmen zur Verhinderung missbräuchlicher Verwendung oder Weitergabe von Insiderinformation nach der BörseGNov 1993, ÖBA 1993, 847
- Hausmaninger/Kletter/Burger*, Corporate Governance (2003)
- Hausmaninger/Kretschmer/Oppitz*, Insiderrecht und Compliance (1995)
- Hausmaninger/Oppitz*, Die neue Wertpapieraufsicht – Ein Meilenstein des österreichischen Kapitalmarktrechts? ecolex 1997, 298
- Hausmanninger/Ketzer*, Die neue Emittenten-Compliance-Verordnung, ÖBA 2002, 215
- Heidel*, Aktienrecht (2003)
- Heidmeier*, Die Ad-hoc-Publizität gemäß § 44a BörsG im System der Berichtspflichten für börsennotierte Aktiengesellschaften, AG 1992, 110
- Hellwig*, Die volkswirtschaftliche Bedeutung des Finanzsystems, in Obst/Hintner, Geld-, Bank- und Börsenwesen<sup>40</sup> (2000) 3
- Hilf*, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz (2006)
- Hinterhofer*, Der Freenet-Beschluss des BGH zum Insiderhandel – Eine Analyse aus der Sicht des österreichischen Kapitalmarktrafrechts, ZFR 2010, 247

- 
- Hinterhofer*, Der untätige Compliance Officer: Strafbarer Beitrag durch Unterlassen? ZFR 2010, 104
- Hoffman/Neill/Stovall*, An Investigation of Ethics Officer Independence, 78 Journal of Business Ethics 87 (2008)
- Holder*, Federal Prosecution of Corporations (1999)
- Höpfel/Ratz*, Wiener Kommentar zum Strafgesetzbuch<sup>2</sup> (2006)
- Hopt*, Ökonomische Theorie und Insiderrecht, AG 1995, 353
- Hopt*, Auf dem Weg zum deutschen Insidergesetz - Die Vorüberlegungen vom Herbst 1992, in FS Beusch (1993) 393
- Hopt*, Europäisches und deutsches Insiderrecht, ZGR 1991, 17
- Hopt*, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? – Teil 2, ZHR 141 (1977) 389
- Hopt*, Vom Aktien- und Börsenrecht zum Kapitalmarktrecht? – Teil 1, ZHR 140 (1977) 201
- Hopt/Baum*, Börsenrechtsreform in Deutschland, in *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform (1997) 287
- Hopt/Wiedemann*, Großkommentar Aktiengesetz<sup>4</sup> (2004)
- Hopt/Will*, Europäisches Insiderrecht (1973)
- Huff*, The Role of Corporate Compliance Programs in Determining Corporate Criminal Liability: A Suggested Approach, 96 Columbia Law Review 1252 (1996)
- Hupka*, Kapitalmarktaufsicht im Wandel – Rechtswirkungen der Empfehlungen des Committee of European Securities Regulators (CESR) im deutschen Kapitalmarktrecht, WM 2009, 1351
- IMF*, Austria: Financial Sector Assessment Program Update. Technical Note—Factual Update and Analysis of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation, IMF Country Report No. 08/206 (2008)
- Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland e.V.*, Entwurf IDW Prüfungsstandard: Grundsätze ordnungsmäßiger Prüfung von Compliance Management Systemen (2010)
- International Bar Association*, Working Party on Legal Risk, Suggested Definition of Legal Risk (2004)
- IOSCO/BIS*, Recommendations for securities settlement systems (2001)
- Iro*, Die Insiderbestimmungen des Börsegesetzes für Emittenten, ÖBA 1992, 795
- Itzen*, Richtungswechsel, Bestandsaufnahme, Prävention: Das Gerüst einer erfolgreichen Compliance-Strategie, BB 2008, Special zu Heft 25, 12
- Jabornegg/Strasser*, Kommentar zum Aktiengesetz<sup>5</sup> (2010)

*Jacobs*, The reach of state corporate laws beyond state borders: reflections upon federalism, 84 New York University L. Rev 1149 (2009)

*Joecks/Miebach*, Münchener Kommentar zum StGB (2003)

*Jong/DeJong/Mertensa/Wasley*, The role of self-regulation in corporate governance: evidence and implications from The Netherlands, 11 Journal of Corporate Finance 473 (2005)

*Kaiser*, Sanktionierung von Insiderverstößen und Problem der Kursmanipulation, WM 1997, 1557

*Kaiser*, Kriminologie<sup>3</sup> (1996)

*Kalss*, Auskunftsrechte und –pflichten für Vorstand und Aufsichtsrat im Konzern, GesRZ 2010, 137

*Kalss*, Amtshaftung und Compliance als Instrumente zur Durchsetzung kapitalmarktrechtlicher Regelungen – diskutiert am Beispiel Österreich, in *Möllers*, Vielfalt und Einheit – Wirtschaftliche und rechtliche Rahmenbedingungen von Standardbildung (2008) 81

*Kalss*, Maßgebliche Forschungsfelder in der nächsten Dekade im Bereich des Gesellschafts- und Kapitalmarktrechts, ZGR 2007, 520

*Kalss*, Das interne Kontrollsystem (IKS) als Angelpunkt der Corporate Governance in Kapitalgesellschaften in FS Krejci (2001) 699

*Kalss*, Anlegerinteressen (2001)

*Kalss*, Die Gestaltung der Kapitalmarktaufsicht in Österreich, ZfV 1998, 252

*Kalss*, Österreichisches Börsen- und Kapitalmarktrecht, in *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform (1997) 1167

*Kalss*, Das neue österreichische Insiderrecht, Economy-Fachmagazin 1993, 130

*Kalss/Burger/Eckert*, Die Entwicklung des österreichischen Aktienrechts (2003)

*Kalss/Hasenauer*, Ad-hoc-Publizität bei Beteiligungs- und Unternehmenstransaktionen, GES 2010, 301

*Kalss/Nowotny/Schauer*, Österreichisches Gesellschaftsrecht (2008)

*Kalss/Oppitz/Zollner*, Kapitalmarktrecht (2005)

*Kalss/Schauer*, Die Reform des Kapitalgesellschaftsrechts, GesRZ 2006, 171

*Kalss/Schörghofer*, Corporate Compliance und Gesellschaftsrecht, in *Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance im Finanzdienstleistungsbereich (2010) 9

*Karmel*, Outsider Trading on Confidential Information: A Breach in Search of a Duty, 20 Cardozo L. Rev. 83 (1998)

- 
- Karmel*, The Relationship Between Mandatory Disclosure and Prohibitions Against Insider Trading: Why A Property Rights Theory of Inside Information Is Untenable, 59 Brooklyn L. Rev. 149 (1993)
- Ketzer*, Die Emittenten-Compliance-Verordnung 2007, in *Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance im Finanzdienstleistungsbereich (2010) 364
- Kienapfel/Höpfel*, Strafrecht Allgemeiner Teil<sup>12</sup> (2009)
- Kirschhöfer*, Führung von Insiderverzeichnissen, Der Konzern 2005, 22
- Klage*, Unternehmenskultur läßt sich nicht verordnen, BB 1994, 2203
- Klasen*, Insiderrechtliche Fragen zu aktienorientierten Vergütungsmodellen, AG 2006, 24
- Klengel/Mückenberger*, Internal Investigations – typische Rechts- und Praxisprobleme unternehmensinterner Ermittlungen, CCZ 2009, 81
- Klindt*, Nicht-börsliches Compliance-Management als zukünftige Aufgabe des Inhouse-Juristen, NJW 2006, 3399
- Klöhn*, Der „gestreckte Geschehensablauf“ vor dem EuGH – Zum DaimlerCrysler-Vorlagebeschluss des BGH, NZG 2011, 166
- Klöhn*, Die Regelung selektiver Informationsweitergabe gem. § 15 Abs. 1 Satz 4 u. 5 WpHG – eine Belastungsprobe, WM 2010, 1869
- Klöhn*, Insiderhandel vor deutschen Strafgerichten - Implikationen des freenet-Beschlusses des BGH, DB 2010, 769
- Klöpper*, Börsennotierte Aktiengesellschaften und Anlegerschutz, in *Hauschka*, Corporate Compliance (2007) 249
- Knopp/Rathmann*, Aktuelle Entwicklungen beim Unternehmensstrafrecht, JR 2005, 359
- Köck*, Zur Regierungsvorlage eines Verbandsverantwortlichkeitsgesetzes, JBl 2005, 477
- Koenig*, Das Verbot von Insiderhandel (2006)
- Kommission der Europäischen Wirtschaftsgemeinschaft*, Der Aufbau eines europäischen Kapitalmarkt (1966)
- Kort*, Ethik Richtlinien im Spannungsfeld zwischen US-amerikanischen Compliance und deutschem Konzernbetriebsverfassungsrecht, NJW 2009, 129
- Kort*, Interessenkonflikte bei Organmitgliedern der AG, ZIP 2008, 717
- Kort*, Verhaltensstandardisierung durch Corporate Compliance, NZG 2008, 81
- Krawiec*, Organizational Misconduct: Beyond the Principal-Agent Model, 32 Florida State University L. Rev. 571 (2005)

- Krawiec*, Fairness, Efficiency, and Insider Trading: Deconstructing the Coin of the Realm in the Information Age, 95 *Northwestern University L. Rev.* 443 (2001)
- Krejci*, Braucht Österreich einen Corporate Governance Kodex? *VR* 2002, 145
- Krejci*, Der neugierige Aufsichtsrat, *GesRZ* 1993, 2
- Kremer/Klahold*, Compliance-Programme in Industriekonzernen, *ZGR* 2010, 113
- Kretschmer*, Diskussionsbeitrag zum Thema Insiderhandel, *ÖBA* 1992, 553
- Kretschmer/Oppitz*, Essentialia der Börsegesetznovelle 1993 Teil II, *ÖBA* 1994, 610
- Kuthe*, Einleitung, in *Kuthe/Rückert/Sickinger*, *Compliance-Handbuch Kapitalmarktrecht* (2004) 29
- Küting/Busch*, Zum Wirrwarr der Überwachungsbegriffe, *DB* 2009, 1361
- La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer*, Corporate Ownership around the World, 54 *The Journal of Finance* 471 (1999)
- La Porta/Lopez-de-Silanes/Shleifer/Vishny*, Investor Protection and Corporate Valuation, 57 *The Journal of Finance* 1147 (2002)
- Lambsdorff*, INSIDER / Amerikanische Fälle wirken auch bei uns nach. Muss der Gesetzgeber nun die Initiative ergreifen? *Handelsblatt* 12.12.1986, 29
- Lamfalussy*, Schlussbericht des Ausschusses der Weisen über die Regulierung der europäischen Wertpapiermärkte (2001), [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men\\_de.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/lamfalussy/wisemen/final-report-wise-men_de.pdf) (15.08.2011)
- Lampert*, Compliance-Organisation, in *Hauschka*, *Corporate Compliance* (2007) 142
- Lampert*, Gestiegenes Unternehmensrisiko Kartellrecht - Risikoreduzierung durch Competition-Compliance-Programme, *BB* 2002, 2237
- Lange*, Neue Entwicklung im US-amerikanischen Insiderrecht, *WM* 1998, 525
- Laurer*, *Bankwesengesetz*<sup>3</sup> (2008)
- Legrand*, The Impossibility of "Legal Transplants", 4 *Maastricht Journal of European and Comparative Law* 111 (1997)
- Lemke/Mosbacher*, *OWiG*<sup>2</sup> (2005)
- Lewis/Parker*, Strafbarkeit der juristischen Person (2001)
- Liese*, Much Adoe About Nothing? oder: Ist der Vorstand einer Aktiengesellschaft verpflichtet, eine Compliance-Organisation zu implementieren? *BB* 2008, Special zu Heft 25, 17
- Linklater/McElyea*, Die Auswirkung von „Corporate Compliance Codes“ auf die strafrechtliche Haftung eines Unternehmens unter den US-amerikanischen „Federal Sentencing Guidelines“, *RIW* 1994, 117

- 
- Litvak*, Sarbanes-Oxley and the cross-listing premium, 105 Michigan Law Review 1857 (2007)
- Litvak*, The effect of the Sarbanes-Oxley act on non-US companies cross-listed in the US, 13 Journal of Corporate Finance 195 (2007)
- Löbbe*, Unternehmenskontrolle im Konzern (2002)
- Lösler*, Spannungen zwischen der Effizienz der internen Compliance und möglichen Reporting-Pflichten des Compliance Officers, WM 2007, 676
- Lösler*, Das moderne Verständnis von Compliance im Finanzmarktrecht, NZG 2005, 104
- Loss/Seligman*, Fundamentals of securities regulation<sup>5</sup> (2004)
- Lucius*, Die neuen Insiderregelungen, ÖBA 1990, 128
- Lutter*, Vergleichende Corporate Governance – Die deutsche Sicht, ZGR 2001, 224
- Macey*, From Fairness to Contract: The New Direction of the Rules Against Insider Trading, 13 Hofstra L. Rev 9 (1984-1985)
- Manne*, In Defense of Insider Trading, 44 Harvard Business Review 113 (1966)
- Manne*, Insider Trading and the Stock Market (1966)
- Marsch-Barner/Schäfer*, Handbuch börsennotierte AG (2009)
- Massey*, Control person liability under section 20(A): Striking a balance of interests for plaintiffs and defendants, 6 Houston Business and Tax Law Journal 109 (2005)
- Mazal*, Antikorruptionsrecht - Handlungsbedarf für Unternehmen, ecolex 2009, 739
- McCallum*, Waiver of Corporate Attorney-Client and Work Product Protections (2005)
- McCormick*, Legal Risk in the Financial Markets (2006)
- McNulty*, Principles of Federal Prosecution of Business Organizations (2006)
- Meier-Greve*, Vorstandshaftung wegen mangelhafter Corporate Compliance, BB 2009, 2555
- Melin*, Gesetzesauslegung in den USA und in Deutschland (2005)
- Mengel/Ullrich*, Arbeitsrechtliche Aspekte unternehmensinterner Investigations, NZA 2006, 240
- Mengl/Prader*, Aktuelle internationale Trends im Compliance-Bereich unter Berücksichtigung der Neuregelungen durch die Richtlinie für Märkte für Finanzinstrumente, ZFR 2006, 30
- Mennicke*, Ad-hoc-Publizität bei gestreckten Entscheidungsprozessen und die Notwendigkeit einer Befreiungsentscheidung des Emittenten, NZG 2009, 1059
- Merkner/Sustmann*, Insiderrecht und Ad-Hoc-Publizität – Das Anlegerschutzverbesserungsgesetz „in der Fassung durch den Emittentenleitfaden der BaFin“, NZG 2005, 729

- Merkt*, Zur Entwicklung des deutschen Börsenrechts von den Anfängen bis zum Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz, in *Hopt/Rudolph/Baum*, Börsenreform (1997) 17
- Meulbroek*, An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, 47 *The Journal of Finance* 1661 (1992)
- Meyer*, Ethikrichtlinien internationaler Unternehmen und deutsches Arbeitsrecht, *NJW* 2006, 3605
- Miles*, The German Corporate Governance Code: What implications? *Business Law Review* 2002, 140
- Minogio*, Interne Ermittlungen in Unternehmen, in *Böttger*, Wirtschaftsstrafrecht in der Praxis (2010) 1061
- Möllers*, Compliance Gesetz oder Compliance-Kodex. Eine Alternative zum Status Quo? *BB* 2008, M1
- Möllers*, Zur "Unverzüglichkeit" einer Ad-hoc Mitteilung im Kontext nationaler und europäischer Dogmatik, in *FS Horn* (2006) 473
- Möllers*, Kapitalmarktauglichkeit des deutschen Gesellschaftsrechts, *AG* 1999, 433
- Moot*, Compliance Programs, Penalty Mitigation and the FERC, 29 *Energy Law Journal* 547 (2008)
- Morford*, Selection and Use of Monitors in Deferred Prosecution Agreements and Non-Prosecution Agreements with Corporations (2008)
- Moringe/Haumer*, Compliance vs Unternehmensstrafrecht bei Wettbewerbsverstößen, in *Thanner/Soyer/Hölzl*, Kronzeugenprogramme (2009) 103
- Mülbart*, Konzeption des europäischen Kapitalmarktrechts für Wertpapierdienstleistungen, *WM* 2001, 2085
- B. Müller*, Das österreichische Regulierungsbehördenmodell (2011)
- Müller*, Whistleblowing – Ein Kündigungsgrund? *NZA* 2002, 424
- Müller-Bonanni/Sagan*, Arbeitsrechtliche Aspekte der Compliance, *BB* 2008, Special zu Heft 25, 28
- Müller-Reichart*, Europäischer Finanzdienstleistungsmarkt im Angesicht der Re-Regulierung, *VR* 2004, 163
- Murphy*, The Federal Sentencing Guidelines for Organizations: A Decade of Promoting Compliance and Ethics, 87 *Iowa L. Rev.* 697 (2002)
- Nguyen/Verchow*, Über das richtige Timing von ad-hoc-Meldungen - Is there a Good Time for Bad News? *ÖBA* 2009, 647
- Nobel*, Börsengesellschaftsrecht? in *FS Bär* (1998) 301

- 
- Noll/Klimscha*, Über die Sinnhaftigkeit der Bestrafung von Insidergeschäften, *ÖJZ* 2005, 658
- Nowak/Rott/Mahr*, Wer den Kodex nicht einhält, den bestraft der Kapitalmarkt? *ZGR* 2005, 252
- Nowotny*, "Due Diligence" und Gesellschaftsrecht, *wbl* 1998, 145
- NYSE*, Listed Company Manual (2011)
- O'Connor*, Toward a More Efficient Deterrence of Insider Trading: The Repeal of Section 16(b), *58 Fordham L. Rev.* 309 (1989)
- OECD*, Reducing the risk of policy failure: Challenges for regulatory compliance (2000)
- OECD*, Principles of Corporate Governance (1999)
- Oechsler*, Der kapitalmarkt- und börsenrechtliche Regelungsrahmen, in *Bayer/Habersack*, Aktienrecht im Wandel II (2007) 150
- OIG*, Corporate Integrity Agreement Documents, [http://oig.hhs.gov/fraud/cia/cia\\_list.asp](http://oig.hhs.gov/fraud/cia/cia_list.asp) (15.08.2011)
- Oppitz*, Compliance im Konzern, in *Lucius/Oppitz/Pachinger*, Compliance im Finanzdienstleistungsbereich (2010) 106
- Oppitz*, Die börsengesetzlichen Marktmanipulationstatbestände im Licht des verfassungsrechtlichen Bestimmtheitsgebots, *ÖBA* 2009, 171
- Oppitz*, Das Effektengeschäft, in *Apathy/Iro/Koziol*, Österreichisches Bankvertragsrecht IV: Kapitalmarkt<sup>2</sup> (2007) 89
- Paetzmann*, Corporate Governance (2008)
- Pampel*, Die Bedeutung von Compliance-Programmen im Kartellordnungswidrigkeitenrecht, *BB* 2007, 1636
- Park*, Kapitalmarktstrafrecht<sup>2</sup> (2008)
- Park*, Kapitalmarktstrafrecht und Anlegerschutz, *NStZ* 2007, 369
- Pelz*, Strafrechtliche und zivilrechtliche Aufsichtspflicht, in *Hauschka*, Corporate Compliance (2007) 97
- Pfister*, Stand der Insiderdiskussion, *ZGR* 1981, 318
- Pfisterer*, Machtmissbrauch im Wertpapierhandel durch Insider (1976)
- Preisenberger*, Entsprechenserklärung, in *Kuthe/Rückert/Sickinger*, Compliance-Handbuch Kapitalmarktrecht (2004)
- Preußner*, Risikomanagement und Compliance in der aktienrechtlichen Verantwortung des Aufsichtsrats unter Berücksichtigung des Gesetzes zur Modernisierung des Bilanzrechts (BilMoG), *NZG* 2008, 574

- Prigge/Offen*, Über den Nutzen von Corporate-Governance-Ratings für Aktionäre, ZBB 2007, 89
- Pschyrembel*, Klinisches Wörterbuch<sup>258</sup> (1998)
- PwC*, *Compliance und Unternehmenskultur* (2010)
- Rakoff/Blumkin/Sauber*, Corporate Sentencing Guidelines: Compliance and Mitigation (1993)
- Raschauer*, Subnormative Verhaltenssteuerung, in FS Schäffer (2006) 685
- N. Raschauer*, Das neu gestaltete strafprozessuale Insiderverfahren, ÖBA 2005, 379
- N. Raschauer/Wessely*, Verwaltungsstrafrecht (2005)
- Reed*, Corporate Self-Investigations under the Foreign Corrupt Practices Act, 47 University of Chicago L. Rev. 803 (1980)
- Regelin/Fisher*, Zum Stand der Umsetzung des Sarbanes-Oxley Act aus deutscher Sicht, IStR 2003, 276
- Reichert/Ott*, Non Compliance in der AG, ZIP 2009, 2173
- Reich-Rohrwig*, Societas Europaea (2006)
- Reich-Rohrwig*, Contra: „Entkriminalisierung“ des Insiderrechts, ÖBA 2003, 639
- Resch*, Wien – Die wechselvolle Entwicklung eines Finanzplatzes in Zentraleuropa, in *Beckers*, Europäische Finanzplätze im Wettbewerb (2006) 93
- Resch/Sidlo*, Emittenten-Compliance in Österreich im Lichte aktueller nationaler und internationaler Entwicklungen, ÖBA 2005, 299
- Richter*, Der Kapitalmarkt und sein Gesellschaftsrecht, ZHR 172 (2008) 419
- Riener-Micheler/Krimmer*, Der Sarbanes-Oxley Act und seine Auswirkungen auf europäische Unternehmen, RZW 2006, 317
- Rodewald/Unger*, Kommunikation und Krisenmanagement im Gefüge der Corporate Compliance-Organisation, BB 2007, 1629
- Rodewald/Unger*, Corporate Compliance – Organisatorische Vorkehrungen zur Vermeidung von Haftungsfällen der Gesellschaft, BB 2006, 113
- von Rosen*, Fehlentwicklungen bei Compliance und Risikomanagement – Zugleich eine Anmerkung zum Regierungsentwurf des BilMoG, AG 2008, 537
- von Rosen*, Rechtskollision durch grenzüberschreitende Sonderermittlungen, BB 2009, 230
- Rostain*, The emergence of „law consultants“, 75 Fordham Law Review 1397 (2006)

---

*Roth/Büchtele*, Corporate Governance: Gesetz und Selbstverpflichtung, in *Büchtele/Mildner/Murschitz/Roth/Wörle*, Corporate Governance in Deutschland und Österreich (2006) 1

*Roth/Wörle*, Die Unabhängigkeit des Aufsichtsrats – Recht und Wirklichkeit, ZGR 2004, 565

*Rummel*, Kommentar zum Allgemeinen bürgerlichen Gesetzbuch<sup>3</sup> (2007)

*Sasse*, Hilfspolizist Arbeitnehmer - oder sinnvolle Neuregelung? NZA 2008, 990

*Schanz*, Börseneinführung<sup>3</sup> (2007)

*Schärf*, SEC-Ermittlungen über Insidertrading in Österreich, ÖBA 1991, 586

*Schick*, Der Insiderstraftatbestand (§ 48a BörseG) auf dem Prüfstand einer europäischen Kriminalpolitik, in FS Platzgummer (1995) 129

*Schimansky/Bunte/Lwowski*, Bankrechts-Handbuch<sup>2</sup> III (2001)

*Schinnerer*, Zur Problematik einer gesetzlichen Regelung des börslichen Insider-Geschäfts in Österreich, ÖBA 1985, 271

*Schirmer/Uitz*, Compliance-Maßnahmen zur Reduktion der Haftungsrisiken von Vorstandsmitgliedern, RdW 2010, 200

*Schmidt*, 150 Jahre Kommanditgesellschaft auf Aktien: Balanceakt eines Sonderlings, in *Bayer/Habersack* Aktienrecht im Wandel II (2007) 1188

*Schmidt*, Vertrauen ist gut, Compliance ist besser! BB 2009, 1295

*Schmitz*, Der strafrechtliche Schutz des Kapitalmarkts in Europa, ZStW 115 (2003) 501

*D. Schneider*, Wider Insiderhandelsverbot und die Informationseffizienz des Kapitalmarkts, DB 1993, 1429

*U. Schneider*, Ethik im Bank- und Kapitalmarkt, ZIP 2010, 601

*U. Schneider*, Investigative Maßnahmen und Informationsweitergabe im konzernfreien Unternehmen, NZG 2010, 1201

*U. Schneider/von Buttlar*, Die Führung von Insider-Verzeichnissen: Neue Compliance-Pflichten für Emittenten, ZIP 2004, 1621

*U. Schneider*, Compliance als Aufgabe der Unternehmensleitung, ZIP 2003, 645

*U. Schneider*, Corporate Governance und Kapitalmarkt, ÖBA 2001, 275

*U. Schneider*, Die Überlagerung des Konzernrechts durch öffentlich-rechtliche Strukturnormen und Organisationspflichten, ZGR 1996, 225

*Schreiber*, Implementierung von Compliance-Richtlinien, NZA-RR 2010, 617

*Schuhmacher*, Zur Auslegung des neu gefaßten Tatbestands des Mißbrauchs einer Insider-Information, ÖBA 2005, 533

*Schuster*, Die internationale Anwendung des Börsenrechts (1996)

*Schuster/Darsow*, Einführung von Ethikrichtlinien durch Direktionsrecht, NZA 2005, 273

*Schwark/Zimmer*, Kapitalmarktrechts-Kommentar<sup>4</sup> (2010)

*Schwartz/Dunfee/Kline*, Tone at the Top: An Ethics Code for Directors? 58 Journal of Business Ethics 79 (2005)

*Schwarz/Löschnigg*, Arbeitsrecht<sup>10</sup> (2003)

*Schwarze*, Die Orderlage im Skontro eines Börsenmaklers als Insidertatsache, WM 1997, 1564

*Schwintek*, Die Anzeigepflicht bei Verdacht von Insidergeschäften und Marktmanipulation, WM 2005, 861

*SEC Division of Enforcement*, Enforcement Manual (2011) 6.1.2, <http://www.sec.gov/divisions/enforce/enforcementmanual.pdf> (15.08.2011)

*SEC v. Carter's, Inc.*, Non-Prosecution Agreement, <http://www.sec.gov/litigation/cooperation/2010/carters1210.pdf> (15.08.2011).

*SEC v. Tenaris S.A.*, Deferred Prosecution Agreement, <http://www.sec.gov/news/press/2011/2011-112-dpa.pdf> (15.08.2011)

*SEC*, Cooperative Arrangements with Foreign Regulators, [http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia\\_cooparrangements.shtml](http://www.sec.gov/about/offices/oia/oia_cooparrangements.shtml) (15.08.2011)

*SEC*, Complaint U.S. Securities Exchange Commission v. Siemens (2008), <http://www.sec.gov/litigation/complaints/2008/comp20829.pdf> (15.08.2011)

*SEC*, Division of Market Regulation, Broker-Dealer Policies and Procedures Designed to Segment the Flow and Prevent the Misuse of Material Nonpublic Information (1990)

*SEC*, Release Nos. 33-9178, 34-63768, 76 Fed. Reg. 6010 (Jan. 25, 2011)

*SEC*, Release No. 60715 (Sept. 24, 2009)

*SEC*, Release Nos. 33-8959, 34-58620, 73 Fed. Reg. 58,300 (Sept. 23, 2008)

*SEC*, Release Nos. 33-8400; 34-49424, 69 Fed. Reg. 15594 (Aug. 23, 2004)

*SEC*, Release No. 34-47225, 68 Fed. Reg. 4338 (Jan. 22, 2003)

*SEC*, Release No. 34-43154, 65 Fed. Reg. 51716 (August 24, 2000)

*SEC*, Release No. 44969, 2001 WL 1301408 (Oct. 23, 2001)

*SEC*, Release No. 31657, 53 S.E.C. Docket 384 (Dec. 23, 1992)

- 
- SEC*, Release No. 6862, 55 Fed. Reg. 17,933 (Apr. 23, 1990)
- SEC*, Release No. 5092, 35 Fed. Reg. 16733 (Oct. 15, 1970)
- SEC*, Release No. 10174, 45 S.E.C. Docket 249 (May 25, 1973)
- SEC*, Release No. 3230, 7 Fed. Reg. 3804 (May 21, 1942)
- SEC*, SEC Announces Initiative to Encourage Individuals and Companies to Cooperate and Assist in Investigations (2010), <http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-6.htm> (15.08.2011)
- SEC*, *SEC v. Brody* Litigation Release No. 16313, 70 S.E.C. Docket 1685 (Sept. 29, 1999)
- SEC*, *SEC v. Lane et al.* Litigation Release No. 15549 (Nov. 4, 1997)
- SEC*, *SEC v. Schmidt and Whitehurst* Litigation Release No. 15352 (Apr. 29, 1997)
- SEC*, *SEC v. UBS AG*, Litigation Release No. 20905 (Feb. 18, 2009)
- SEC*, Select SEC and Market Data Fiscal 2010, <http://sec.gov/about/secstats2010.pdf> (15.08.2011)
- SEC*, Select SEC and Market Data Fiscal 2009, <http://sec.gov/about/secstats2009.pdf> (15.08.2011)
- Seibt*, Deutscher Corporate Governance Kodex: Antworten auf Zweifelsfragen der Praxis, AG 2003, 465
- Seibt*, Finanzanalysten im Blickfeld von Aktien- und Kapitalmarktrecht, ZGR 2006, 501
- Semler/Wagner*, Deutscher Corporate Governance Kodex - Die Entsprechenserklärung und Fragen der gesellschaftsinternen Umsetzung, NZG 2003, 553
- Senge*, Karlsruher Kommentar zum OWiG<sup>3</sup> (2006)
- Sethe*, Erweiterung der bank- und kapitalmarktrechtlichen Organisationspflichten um Reporting-Systeme, ZBB 2007, 421
- Sethe*, Die Verschärfung des insiderrechtlichen Weitergabeverbots, ZBB 2006, 243
- Sickinger*, Hauptversammlung, in *Kuthe/Rückert/Sickinger*, Compliance-Handbuch Kapitalmarktrecht (2004) 37
- Sieber*, Compliance-Programm im Unternehmensstrafrecht, in FS Tiedemann (2008) 449
- Singhof*, Zur Weitergabe von Insiderinformationen im Unterordnungskonzern, ZGR 2001, 146
- Soderquist/Gabaldon*, Securities Regulation<sup>4</sup> (1999)
- Spindler*, Compliance in der multinationalen Bankengruppe, WM 2008, 905
- Spindler*, Strafrechtliche Verantwortlichkeit (einschließlich Ordnungswidrigkeiten), in *Fleischer*, Handbuch des Vorstandsrechts (2006) 469

- Spindler*, Haftung und Aktionärsklage nach dem neuen UMAG, NZG 2005, 865
- Stärker*, Verbandsverantwortlichkeitsgesetz (2007)
- Steckel/Steller*, Angaben österreichischer börsennotierter Unternehmen zur Einhaltung der Regeln des ÖCGK - eine empirische Studie, RWZ 2008, 129
- Steidle/Waldeck*, Die Pflicht zur Führung von Insiderverzeichnissen unter dem Blickwinkel der informationellen Selbstbestimmung, WM 2005, 868
- Steinberg*, Securities Regulation (2005)
- Steinberg*, Insider Trading Regulation – A Comparative Analysis, 37 International Lawyer 153 (2003)
- Steinberg*, Insider Trading, Selective Disclosure, And Prompt Disclosure: A Comparative Analysis, 22 University of Pennsylvania Journal of International Economic Law 635 (2001)
- Steinberg/Fletcher*, Compliance programs for insider trading, 47 SMU L. Rev. 1783 (1994)
- Stephan/Seidel*, Compliance-Management-Systeme für Unternehmensrisiken im Bereich des Wirtschaftsstrafrechts, in *Hauschka*, Corporate Compliance (2007) 504
- Stone/Seidman/Sunstein/Tushnet*, Constitutional Law<sup>5</sup> (2005)
- Straube*, Wiener Kommentar zum GmbH-Gesetz (2008)
- Stützel*, Aktienrechtsreform und Konzentration, in *Arndt*, Die Konzentration der Wirtschaft II: Ursachen der Konzentration (1960) 925
- Talosis*, Regulation FD-Fairly Disruptive? An Increase In Capital Market Inefficiency, 9 Fordham Journal of Corporate & Financial Law 637 (2004)
- Theusinger/Liese*, Besteht eine Rechtspflicht zur Dokumentation von Risikoüberwachungssystemen i.S. des § 91 II 1 AktG? NZG 2008, 289
- Thompson*, Principles of Federal Prosecution of Business Organizations (2003)
- Thümmel*, Aufsichtsratshaftung vor neuen Herausforderungen – Überwachungsfehler, unternehmerische Fehlentscheidungen, Organisationsmängel und andere Risikofelder, AG 2004, 83
- Tiedemann*, Die „Bebußung“ von Unternehmen nach dem 2. Gesetz zur Bekämpfung der Wirtschaftskriminalität, NJW 1988, 1169
- Tiedemann*, Die strafrechtliche Vertreter- und Unternehmenshaftung, NJW 1986, 1842
- U.S. Sentencing Commission, 2011 Proposed Amendments, [http://www.ussc.gov/Legal/Amendments/Reader-Friendly/20110428\\_RF\\_Amendments\\_Final.pdf](http://www.ussc.gov/Legal/Amendments/Reader-Friendly/20110428_RF_Amendments_Final.pdf) (15.08.2011)
- U. S. Sentencing Commission, 2010 Sourcebook of Federal Sentencing Statistics, Tabelle 53, [http://www.ussc.gov/Data\\_and\\_Statistics/Annual\\_Reports\\_and\\_Sourcebooks/2010/Table53.pdf](http://www.ussc.gov/Data_and_Statistics/Annual_Reports_and_Sourcebooks/2010/Table53.pdf) (15.08.2011)

---

*U.S. Sentencing Commission*, 2010 Federal Sentencing Guidelines Manual, [http://www.ussc.gov/Guidelines/2010\\_guidelines/Manual\\_PDF/2010\\_Guidelines\\_Manual\\_Full.pdf](http://www.ussc.gov/Guidelines/2010_guidelines/Manual_PDF/2010_Guidelines_Manual_Full.pdf) (15.08.2011)

*U.S. Sentencing Commission*, Final Report on the Impact of United States v. Booker On Federal Sentencing (2006), [http://www.ussc.gov/booker\\_report/Booker\\_Report.pdf](http://www.ussc.gov/booker_report/Booker_Report.pdf) (15.08.2011)

*U.S. Sentencing Commission*, 2004 Federal Sentencing Guidelines Manual, [http://www.ussc.gov/Guidelines/2004\\_guidelines/Manual/gl2004.pdf](http://www.ussc.gov/Guidelines/2004_guidelines/Manual/gl2004.pdf) (15.08.2011)

*Ulmer*, Der Deutsche Corporate Governance Kodex – ein neues Regulierungsinstrument für börsennotierte Aktiengesellschaften, ZHR 2002, 150

UNIDROIT Study Group on Harmonised Substantive Rules regarding Securities Held with an Intermediary, Preliminary Draft Convention on Harmonised Substantive Rules regarding Securities held with an Intermediary - Explanatory Notes (2004)

*Uniform Law Commission*, Legislative Fact Sheet, <http://uniformlaws.org/LegislativeFactSheet.aspx?title=Securities%20Act> (15.08.2011).

*United Nations*, Global Compact <http://www.unglobalcompact.org/aboutthegc/thetenprinciples/index.html> (15.08.2011)

*United States Government Accountability Office*, DOJ Has Taken Steps to Better Track Its Use of Deferred and Non-Prosecution Agreements, but Should Evaluate Effectiveness (2009) 23f, <http://www.gao.gov/new.items/d10110.pdf> (15.08.2011)

*United States v. Daimler AG*, *Deferred Prosecution Agreement*, <http://www.justice.gov/criminal/fraud/fcpa/cases/daimler/03-24-10daimlerag-agree.pdf> (15.08.2011)

*United States v. Deutsche Bank AG*, *Non-Prosecution Agreement*, <http://www.gibsondunn.com/publications/Documents/DeutscheNPA.pdf> (15.08.2011)

*United States v. Siemens Aktiengesellschaft*, *Plea Agreement*, <http://www.justice.gov/criminal/fraud/fcpa/cases/siemens/12-15-08siemensakt-plea.pdf> (15.08.2011)

*United States v. UBS AG*, *Deferred Prosecution Agreement*, [http://www.justice.gov/tax/UBS\\_Signed\\_Deferred\\_Prosecution\\_Agreement.pdf](http://www.justice.gov/tax/UBS_Signed_Deferred_Prosecution_Agreement.pdf) (15.08.2011)

*Urlesberger/Haid*, Compliance Programme, *ecolex* 2007, 363

*Vargo*, The American Rule on Attorney Fee Allocation: The Injured Person's Access to Justice, 42 *American University L. Rev.* 1567 (1993)

*Vetter*, Compliance in der Unternehmerpraxis, in *Wecker/van Laak*, Compliance in der Unternehmerpraxis (2008), 29

*Wackerbarth*, Investorvertrauen und Corporate Governance, *ZGR* 2005, 686

*Walker*, Board oversight of a compliance program: The implications of *Stone v. Ritter*, 1661 PLI/Corp 67 (2008)

*Walker*, The evolution of the law of corporate compliance in the United States: A brief overview, 11083 PLI/Corp 15 (2007)

*Walsh/Pyrich*, Corporate Compliance Programs as a Shield to Criminal Liability: Can a Corporation Save Its Soul? 47 Rutgers L. Rev. 605 (1995)

*Walter/Mayer*, Grundriss des österreichischen Verwaltungsverfahrenrechts<sup>8</sup> (2003)

*Walter/Thienel*, Verwaltungsverfahrensgesetze<sup>2</sup> II (2000)

*Walther*, Auf dem Weg zum europäischen Insider-Recht, in FS Heinsius (1991) 875

*Wang/Steinberg*, Insider Trading (2008)

*Watkins*, Electrical Equipment Antitrust Cases: Their Implications for Government and for Business, 29 University of Chicago L. Rev. 97 (1961)

*Watson*, Legal Transplant: An approach to comparative law (1993)

*K. Weber*, Insiderrecht und Kapitalmarktschutz: Haftungstheorien im U.S.-amerikanischen, europäischen und deutschen Recht (1999)

*Weber*, Kapitalmarktrecht (1999)

*Wecker/Galla*, Pflichten der Geschäftsleitung & Aufbau einer Compliance Organisation, in *Wecker/van Laak*, Compliance in der Unternehmerpraxis (2008) 43

*Wegscheider*, Das Verbandsverantwortlichkeitsgesetz, JSt 2005, 193

*Weissmann*, Rethinking Criminal Corporate Liability, 82 Indiana Law Journal 411 (2007)

*Wendel*, Kapitalmarkt Compliance in der Praxis, CCZ 2008, 41

*White/Montgomery*, Corporate Codes of Conduct, 23 California Management Review 80 (1980)

*Widder*, Insiderrisiken und Insider-Compliance bei Aktienoptionsprogrammen für Führungskräfte, WM 2010, 1882

*Widder*, Masterpläne, Aktienrückkaufprogramme und das Spector-Urteil des EuGH bei M&A-Transaktionen, BB 2010, 515

*Widder/Bedkowski*, EuGH: Wertpapierhandel mit Insiderwissen „impliziert“ dessen Nutzung, GWR 2010, 35

*Wiedemann*, Die Börsenspielregeln frei und flexibel halten, FAZ 28.3.1968, 15

*Wiedemann*, Warum kein Aktienamt in Deutschland? FAZ 26.3.1968, 14

*Wiener Börse*, Regelwerk prime market (2010)

*Wilhelm*, Insider, *ecolex* 1992, 757

*Wolf/Runzheimer*, Risikomanagement und KonTraG<sup>5</sup> (2009)

*World Federation of Exchanges*, Domestic Market Capitalization 2010, <http://www.world-exchanges.org/files/statistics/excel/EQUITY110.xls> (15.08.2011)

*Wybitul*, Strafbarkeitsrisiken für Compliance-Verantwortliche, *BB* 2009, 2590

*Wybitul*, Das neue Bundesdatenschutzgesetz: Verschärfte Regeln für Compliance und interne Ermittlungen, *BB* 2009, 1582

*Wybitul*, Interne Ermittlungen auf Aufforderung von US-Behörden – Ein Erfahrungsbericht, *BB* 2009, 606

*Zahn*, Erfahrungen mit Insiderproblemen in der Bundesrepublik, *ÖBA* 1974, 201

*Zechner*, Aspekte der aktuellen Corporate Finance Diskussion: Konflikte und Lösungen zwischen Mehrheits- und Minderheitsgesellschaftern, in *Doralt/Kalss*, Franz Klein – Vorreiter des modernen Aktien- und GmbH-Rechts (2004) 75

*Zimmer/Heymann*, Beteiligungsrechte des Betriebsrats bei unternehmensinternen Ermittlungen, *BB* 2010, 1853

*Zimmer/Höft*, „Private Enforcement“ im öffentlichen Interesse? *ZGR* 2009, 662

*Ziouvas*, Das neue Kapitalmarktstrafrecht (2005)

*Zuffer/Karollus-Brunner*, Die neue Emittenten-Compliance-Verordnung (II), *ecolex* 2002, 352

*Zuffer/Karollus-Brunner*, Die neue Emittenten-Compliance-Verordnung (I), *ecolex* 2002, 251

*Zweigert/Kötz*, Einführung in die Rechtsvergleichung<sup>3</sup> (1996)

## 11. Judikaturverzeichnis

### Europäische Union

EuG 09.07.2003, T-224/00, *Archer Daniels*, Slg 2003 II-2597  
EuG 14.05.1998, T-354/94, *Stora*, Slg 1998 II-2111  
EuG 17.12.1991, T-7/89, *Hercules Chemicals*, Slg 1991 II-1711  
EuGH 23.12.2009, C-45/08, *Spector*, Slg 2009 I-12073  
EuGH 10.09.2009, C-97/08 P, *Akzo Nobel*, Slg 2009 I-8237  
EuGH 10.05.2007, C-391/04, *Georgakis*, Slg 2007 I-3741  
EuGH 22.11.2005, C-384/02, *Grøngaard und Bang*, Slg 2005 I-9939  
EuGH 10.05.1995, C-384/93, *Alpine Investments*, Slg 1995 I-1141

### Österreich

OGH 20.12.2006, 9 ObA 109/06d  
OGH 13.06.2002, 8 ObA 288/01p  
OGH 26.02.2002, 1 Ob 144/01k  
OGH 01.09.1999, 9 ObA 219/99t  
OGH 24.06.1998, 3 Ob 34/97i  
OGH 11.03.1998, 9 ObA 14/98v  
OGH 21.06.1995, 13Os189/94  
OGH 23.11.1988, 7 Ob 700/88  
OGH 10.01.1978, 3 Ob 536/77  
OGH 31.10.1973, 1 Ob 179/73  
OLG Wien 26.06.2000, 10 Ra 97/00h  
UVS Wien 06.05.2010, 06/FM/47/5235/2009  
UVS Wien 22.02.2010, 06/FM/57/7999/2008  
VfGH 16.06.2009, B 2005/08  
VfGH 02.10.2003, G 259/02  
VfGH 13.12.1988, G 169/88, V 120/88  
VwGH 25.02.2010, 2008/09/0224  
VwGH 23.11.2009, 2008/03/0176  
VwGH 26.09.2008, 2007/02/0317  
VwGH 30.04.2007, 2006/02/0034  
VwGH 24.11.2006, 2005/02/0324  
VwGH 23.05.2006, 2005/02/0248  
VwGH 25.01.2005, 2004/02/0293  
VwGH 25.11.2004, 2003/03/0297  
VwGH 28.04.2004, 2001/03/0435  
VwGH 18.11.2003, 2001/03/0322  
VwGH 05.11.2003, 2003/17/0212  
VwGH 11.10.2000, 2000/03/0097

VwGH 14.12.1998, 97/17/0165  
VwGH 30.09.1998, 95/09/0307  
VwGH 27.01.1995, 94/02/0422  
VwGH 23.09.1994, 94/02/0258  
VwGH 19.05.1994, 92/18/0198  
VwGH 15.02.1994, 92/05/0074  
VwGH 25.02.1993, 91/19/0073  
VwGH 29.01.1992, 91/03/0035  
VwGH 02.07.1990, 90/19/109  
VwGH 23.04.1990, 90/19/0002  
VwGH 19.09.1989, 88/08/0158

## **Deutschland**

BAG 22.07.2008, 1 ABR 40/07  
BAG 28.05.2002, 1 ABR 32/01  
BGH 22.11.2010, II ZB 7/09  
BayObLG 10.08.2011, 3 ObOWi 51/2001, wistra 2001, 478  
BGH 27.01.2010, 5 StR 224/09  
BGH 17.07.2009, 5 StR 394/08  
BGH 25.02.2008, II ZB 9/07  
BGH 15.12.2005, IX ZR 227/04  
BGH 06.11.2003, 1 StR 24/ 03  
BGH 21.04.1997, II ZR 175/95, BGHZ 135, 244  
BGH 15.10.1996, VI ZR 319/95  
BGH 17.09.1996, 4 A Rs 21/95, AG 1997, 40  
BGH 13.04.1994, II ZR 16/93, NJW 1994, 1801  
BGH 08.02.1994, KRB 25/93  
BGH 05.12.1989, VI ZR 335/88, BGHZ 109, 297  
BGH 11.03.1986, KRB 7/85, wistra 1986, 222  
BGH 24.07.1985, 3 StR 191/85, wistra 1985, 228  
BGH 24.03.1981, KRB 4/80, wistra 1982, 34  
KG Berlin 20.01.1999, Kart 16/98, wistra 1999, 357  
LAG Düsseldorf 14.11.2005, 10 TaBV 46/05  
OLG Düsseldorf 06.07.2004, III-5 Ss 2/04  
OLG Düsseldorf 22.05.1990, 2 Ss (OWi) 144/90, wistra 1991, 38  
OLG Frankfurt 12.02.2009, 2 Ss-OWi 514/08  
OLG Karlsruhe 04.02.2004, 3 Ws 195/03  
OLG Stuttgart 22.04.2009, 20 Kap 1/08

## **USA**

*Aaron v. SEC*, 446 U.S. 680 (1980)  
*Advocat v. Nexus Indus., Inc.*, 497 F.Supp. 328 (D.Del.1980)

*Affiliated Ute Citizens v. United States*, 406 U.S. 128 (1972)  
*Alyeska Pipeline Service Co. v. Wilderness Society*, 421 U.S. 240 (1975)  
*Aquionics Acceptance Corporation v. Richard Kollar et al*, 503 F.2d 1225 (6th Cir. 1974)  
*Arthur Andersen LLP v. United States*, 544 U.S. 696 (2005)  
*Barthe v. Rizzo*, 384 F. Supp. 1063 (S.D.N.Y. 1974)  
*Basic, Inc. v. Levinson*, 485 U.S. 224 (1988)  
*Bershad v. McDonough*, 428 F.2d 693 (1970)  
*Blakely v. Washington*, 542 U.S. 296 (2004)  
*Blue Chip Stamps v. Manor Drug Stores*, 421 U.S. 723 (1975)  
*Brown v. Enstar Group, Inc.*, 84 F.3d 393 (11th Cir. 1996)  
*Brunswick Corp. v. Waxman*, 599 F.2d 34(2d Cir.1979)  
*Burlington Industries, Inc. v. Ellerth*, 524 U.S. 742 (1998)  
*Carnero v. Boston Scientific*, 433 F.3d 1 (1st Cir. 2006), cert. den. 126 S. Ct. 2973 (2006)  
*Carpenter v. United States*, 484 U. S. 19 (1987)  
*Central Bank of Denver v. First Interstate Bank of Denver*, 511 U.S. 164 (1994)  
*Chiarella v. United States*, 445 U.S. 222 (1980)  
*Cort v. Ash*, 422 U.S. 66 (1975)  
*CTS Corp. v. Dynamics Corporation of America*, 481 U.S. 69 (1987)  
*Dellastatious v. Williams*, 242 F.3d 191 (4th Cir. 2001)  
*Diamond v. Oreamuno*, 248 N.E. 2d 910 (1969)  
*Dirks v. SEC*, 463 US 646 (1983)  
*Donahue v. Rodd Electrotype Co. of New England, Inc.*, 367 Mass. 578 (Mass. Supr. Ct. 1975)  
*Equitable Trust Co. v. Gallagher*, 99 A.2d 490 (Del. 1953)  
*Ernst & Ernst v. Hochfelder*, 425 U. S. 185 (1976)  
*Faragher v. City of Boca Raton*, 524 U.S. 775 (1998)  
*Flamm v. Eberstadt*, 814 F.2d 1169 (7th Cir.1987), cert. denied, 484 U.S. 853 (1987)  
*Franke v. Midwestern Oklahoma Development Authority*, 428 F.Supp. 719 (W.D.Okl. 1976)  
*Freeman v. Decio*, 584 F.2d 186 (1978)  
*G.A. Thompson & Co. v. Partridge*, 636 F.2d 945 (5th Cir. 1981)  
*Gadsden v. Home Preservation Co.*, No. Civ.A. 1888, 2004 WL 485468 (Del. Ch. 2004)  
*Gall v. United States*, 128 S. Ct. 586, 596 (2007)  
*Ganino v. Citizens Utilities Co*, 228 F.3d 154 (2d Cir. 2000)  
*Gerstle v. Gamble-Skogmo, Inc.*, 478 F.2d 1281 (2d Cir. 1973)  
*Gonzales v. Raich*, 545 U.S. 1 (2005)  
*Graham v. Allis-Chalmers Mfg. Co.* 188 A.2d 125 (Del. 1963)  
*Greenfield v. Heublein, Inc.*, 742 F.2d 751 (3d Cir. 1984), cert. denied, 469 U.S. 1215 (1985)  
*Hale v. Henkel*, 201 U.S. 43 (1906)  
*Hall v. Geiger-Jones*, 242 U.S. 539 (1917)  
*Harrison v. Dean Witter Reynolds, Inc.*, 974 F.2d 873 (7th Cir. 1992)  
*Heart of Atlanta Motel Inc. v. United States*, 379 U.S. 241 (1964)  
*Herman & MacLean v. Huddleston*, 459 U.S. 375 (1983)  
*Holland Furnace Co. v. United States*, 158 F.2d 2 (6th Cir. 1964)  
*In re Abbott Labs. Derivative S'holder Litig.*, No. 99-7246, 2001 WL 303318 (N.D. Ill. 2001)  
*In re Allaire Corp. Sec. Litig.*, 224 F. Supp. 2d 319 (D. Mass. 2002)

---

*In re Allied Capital Corp. Sec. Litig.*, 2003 U.S. Dist. LEXIS 6962, 2003 WL 1964184 (S.D.N.Y. 2003)

*In re Cady, Roberts & Co.*, 40 S.E.C. 907 (1961)

*In re Caremark International Inc. Derivative Litigation*, 698 A.2d 959 (Del. Ch. 1996)

*In re Faherge, Inc.*, 45 S.E.C. 249 (1973)

*In re Gap Stores Securities Litigation*, 79 F.R.D. 283 (N.D. Cal. 1978)

*In re Hellenic, Inc.*, 252 F.3d 391 (5th Cir. 2001)

*In re Lucent Techs. Inc. Sec. Litig.*, 217 F. Supp. 2d 529 (D.N.J. 2002)

*Ingenito v. Bermec Corp.*, 441 F. Supp. 525 (S.D.N.Y. 1977)

*Ingraffia v Belle Meade Hospital, Inc.*, 319 F.Supp. 537 (ED. La. 1970)

*Inland Freight Lines v. United States*, 191 F.2d 313 (10th Cir. 1951)

*Kamen v. Kemper Financial Services, Inc.* 500 U.S. 90 (1991)

*Kardon v. National Gypsum Co.*, 69 F.Supp. 512 (E.D.Pa.1946)

*Katzenbach v. McClung*, 379 U.S. 294 (1964)

*Lanza v. Drexel Co.*, 479 F.2d 1277 (2d Cir. 1973)

*Laperriere v. Vesta InsuranceGroup, Inc.*, 526 F.3d 715 (11th Cir. 2008)

*Leasco Data Processing Equipment Corporation v. Maxwell*, 468 F.2d 1326 (2d Cir. 1972)

*McCall v. Scott*, 239 F.3d 808 (6th Cir. 2001)

*McDaniel v. United States*, 343 F.2d 785 (5th Cir. 1965)

*Metge v. Baehler*, 762 F.2d 621 (8th Cir. 1985)

*Midland Interiors, Inc v Burleigh*, No. Civ.A. 18544, 2006 WL 4782237 (Del Ch, 2006)

*Mistretta v. United States*, 488 U.S. 361 (1989)

*Morrison v. National Australia Bank Ltd*, 130 S. Ct. 2869 (2010)

*New York Central & Hudson River Railroad Co. v. United States*, 212 U.S. 481 (1909)

*Old Monastery Co. v. United States*, 147 F.2d 905 (4th Cir. 1945)

*Oliver v. Oliver*, 45 S.E. 232 (Georgia 1903)

*Plessey Co. plc v. General Electric Co. plc*, 628 F. Supp. 477 (D. Del. 1986)

*Riss & Company v. United States*, 262 F.2d 245 (8th Cir. 1958)

*Rita v. United States*, 127 S. Ct.2456, 2465 (2007)

*RNR Enters., Inc. v. SEC*, 122 F.3d 93 (2d Cir. 1997)

*Rothberg v. Rosenbloom*, 771 F.2d 818 (3d Cir. 1985)

*SEC v. A.C.L.N., Ltd. et al*, 02 Civ. 7988 (S.D.N.Y.)

*SEC v. Adler*, 137 F.3d 1325 (11th Cir.1998)

*SEC v. Bausch & Lomb, Inc.*, 565 F.2d 8 (2d Cir. 1977)

*SEC v. Better Life Club of America, Inc.*, 995 F.Supp. 167 (D.D.C. 1998)

*SEC v. Blatt*, 583 F.2d 1325 (5th Cir. 1973)

*SEC v. Blinder, Robinson & Co.*, 681 F. Supp. 1 (D.C. Cir. 1987)

*SEC v. C. M. Joiner Leasing Corp.*, 320 U.S. 344 (1943)

*SEC v. Capital Gains Research Bureau*, 375 U.S. 180 (1963)

*SEC v. Cherif*, 933 F.2d 403 (7th Cir.1991)

*SEC v. Dresser Industries, Inc.*, 628 F.2d 1368 (D.C. Cir. 1980)

*SEC v. Happ*, 392 F.3d 12 (1st Cir. 2004)

*SEC v. Jerry T. O'Brien, Inc.*, 467 U.S. 735 (1984)

*SEC v. Kan King Wong, Charlotte Ka On Wong Leung, Michael Leung Kai Hung and David Li Kwok Po*, 07 Civil Action No 3628 (SAS) (S.D.N.Y.)  
*SEC v. Lum's, Inc.*, 365 F. Supp. 1046 (S.D.N.Y. 1973)  
*SEC v. Maio*, 51 F.3d 623 (7th Cir. 1995)  
*SEC v. Manor Nursing Centers, Inc.*, 458F.2d 1082 (2d Cir. 1972)  
*SEC v. Monarch Fund*, 608 F.2d 938 (2d Cir. 1979)  
*SEC v. Oleksandr Dorozhko*, 07 Civ. 9606 (NRB) (S.D.N.Y.)  
*SEC v. Rorech*, 720 F. Supp. 2d 367 (S.D.N.Y. 2010)  
*SEC v. Taher Suterwalla*, 06 Civ. 1446 DMS (LSP) (S.D. Cal.)  
*SEC v. Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F.2d 833 (2d Cir. 1968), cert. denied, 394. U.S. 976 (1969)  
*SEC v. United Benefit Life Ins. Co.*, 387 U.S. 202 (1967)  
*SEC v. Warde*, 151 F.3d 42 (2d Cir. 1998)  
*SEC v. Yun*, 327 F.3d 1263 (11th Cir. 2003)  
*Shapiro v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner, & Smith, Inc.*, 495 F.2d 228 (2d Cir. 1974)  
*Skouras v. Admiralty Enterprises, Inc.*, 386 A.2d 674 (Del. Ch. 1978)  
*Smallwood v. Pearl Brewing Co.*, 489 F.2d 579 (5th Cir. 1974)  
*Societe Internationale Pour Participations Industrielles et Commerciales, S.A. v. Rogers*, 357 U.S. 197 (1958)  
*Speed v. Transamerica Corp.*, 99 F.Supp. 808 (D. Del. 1951), modified 235 F2d 369 (3rd Cir. 1956)  
*Staffin v. Greenberg*, 672 F.2d 1196 (3d Cir. 1982)  
*Stone v. Ritter*, 911 A.2d 362 (Del. Supr. 2006)  
*Strong v. Repide*, 213 U.S. 419 (1909)  
*Sundstrand Corp. v. Sun Chemical Corp.*, 553 F.2d 1033 (7th Cir. 1977), cert. denied, 434 U.S. 875 (1977)  
*Superintendent of Insurance of New York v. Bankers Life & Casualty Co.*, 404 U.S. 6 (1971)  
*Trustees of Dartmouth College v. Woodward*, 17 U.S. 518 (1819)  
*TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 426 U.S. 438 (1976)  
*TSC Industries, Inc. v. Northway, Inc.*, 512 F.2d 324 (7th Cir. 1975)  
*U.S. v. Kordel*, 397 U.S. 1 (1970)  
*United States v. A & P Trucking Co.*, 358 U.S. 121 (1958)  
*United States v. American Radiator & Standard Sanitary Corp.*, 433 F.2d 174 (3rd Cir. 1970)  
*United States v. Automated Medical Laboratories*, 770 F.2d 399 (4th Cir. 1985)  
*United States v. Bank of New England*, 821 F.2d 844 (1st Cir. 1987) , cert. denied, 484 U.S. 943 (1987)  
*United States v. Basic Construction Co.*, 711 F.2d 570 (4th Cir. 1983)  
*United States v. Bestfoods et al*, 524 U.S. 51 (1998)  
*United States v. Beusch*, 596 F.2d 871 (9th Cir. 1979)  
*United States v. Booker*, 543 U.S. 220 (2005)  
*United States v. Carpenter*, 791 F.2d 1024 (2d Cir. 1986), affirmed 484 U.S. 19 (1987)  
*United States v. Carter*, 311 F.2d 934 (6th Cir.)  
*United States v. Chestman*, 903 F.2d 75 (2d Cir. 1990)  
*United States v. Cincotta*, 689 F.2d 238 (1st Cir. 1982)  
*United States v. Cusimano*, 123 F.3d 83 (2d Cir.1997)

- United States v. Del Campo Baking Mfg. Co.*, 345 F. Supp. 1371 (D. Del. 1972)  
*United States v. DeMauro*, 581 F.2d 50 (2d Cir.1978)  
*United States v. DeSantis*, 134 F.3d 760 (6th Cir. 1998)  
*United States v. Hilton Hotels Corp.*, 467 F.2d 1000 (9th Cir. 1972), cert. denied, 409 U.S. 1125 (1973)  
*United States v. Ionia Management SA*, 555 F.3d 303 (2d Cir. 2009)  
*United States v. Jorgensen*, 144 F.3d 550 (8th Cir. 1998)  
*United States v. Libera*, 989 F.2d 596 (2d Cir. 1993)  
*United States v. Newman*, 664 F.2d 12 (2d Cir. 1981), affirmed after remand, 722 F.2d 729 (2d Cir. 1983), cert. denied, 464 U.S. 863 (1983)  
*United States v. O'Hagan*, 139 F.3d 641 (8th Cir. 1998)  
*United States v. O'Hagan*, 521 U.S. 642 (1997)  
*United States v. One Parcel of Land*, 965 F.2d 311 (7th Cir. 1992)  
*United States v. Potter*, 463 F.3d 9 (1st Cir. 2006)  
*United States v. Richmond*, 700 F.2d 1183 (8th Cir.1983)  
*United States v. Smith*, 155 F.3d 1051 (9th Cir. 1998)  
*United States v. Stein*, 541 F.3d 130 (2d Cir. 2008)  
*United States v. Tarallo*, 380 F.3d 1174 (9th Cir. 2004)  
*United States v. Teicher*, 987 F.2d 112 (2d Cir. 1993)  
*United States v. TIME-DC, Inc.*, 381 F.Supp. 730 (W.D. Va. 1974)  
*United States v. Twentieth Century Fox Film Corp.*, 882 F.2d 656 (2d Cir. 1989), cert. denied 493 US 1021 (1990)  
*Warren v. Warren*, 460 A.2d 526 (Del. 1983)  
*Wayte v. United States*, 470 U.S. 598 (1985)  
*Wilson v. Tully*, 676 N.Y.S.2d 531 (N.Y.App.Div. 1998)  
*Zero v. United States*, 459 U.S. 991 (1982)



## **12. Appendix**

### **12.1. Abstract deutsch**

Das Kapitalmarktrecht ist in den letzten Jahren tief in das Gesellschaftsrecht eingedrungen und hat teilweise das Aktienrecht mit Organisations-, Überwachungs- und Publizitätspflichten überlagert. Dies trifft bei börsennotierten Gesellschaften besonders für den Bereich der Insider-Compliance-Vorschriften zu, die Emittenten Organisations-, Kontroll- und Überwachungspflichten gesetzlich auferlegen.

Sowohl das Insiderrecht als auch das Compliance-Konzept entstammen dem US-amerikanischen Recht und wurden erst vergleichsweise spät in Europa als *legal transplants* rezipiert. Compliance ist eine zentrale Verantwortung der Geschäftsleitung und soll präventiv regelkonformes Verhalten des Unternehmens, seiner Organe und Mitarbeiter sicherstellen. Dazu bedarf es der Schaffung und Förderung einer Compliance-Kultur im Unternehmen und der Einführung eines angemessenen Compliance-Programms, das dem unternehmensspezifischen Risikoprofil angepasst ist. Insider-Compliance beschäftigt sich mit der Einhaltung von gesetzlich vorgegebenen oder vom Emittenten freiwillig übernommenen Organisations-, Kontroll- und Überwachungspflichten, die Verstöße gegen die Insiderverbote hintanhaltend sollen.

Ausgehend von den theoretischen Grundlagen von Compliance und Insiderrecht werden in der vorliegenden Arbeit die Insider-Compliance-Vorschriften für Emittenten in Österreich, Deutschland und den USA dargestellt und rechtsvergleichend untersucht. Dabei werden die Regelungsansätze der Gesetzgeber und die Anreize für Emittenten, Compliance-Maßnahmen zu ergreifen, analysiert. Weiters werden auch Methoden zur subnormativen Verhaltenssteuerung von Emittenten, die von Gesetzgebern sowie Aufsichts- und Strafverfolgungsbehörden angewendet werden, in die Betrachtung mit einbezogen.

## 12.2. Abstract english

In recent years, capital market laws expanded their reach into core domains of corporate law and imposed organizational, monitoring and disclosure duties on stock corporation law. In particular, publicly listed companies were affected by insider trading laws requiring issuers to fulfill organizational, monitoring and control duties.

Both insider trading laws and the compliance concept originate from the US legal system. In Europe these concepts were only comparatively late absorbed as *legal transplants*. Compliance is an essential duty of the management and aims to ensure compliant behavior of a company and its directors, officers and employees. Therefore, a corporate culture promoting compliance has to be established and nurtured as well as an effective compliance program adjusted to the company's specific risk profile has to be maintained. Insider compliance deals with observing legal and voluntarily accepted organizational, monitoring and control obligations to prevent violations of insider trading laws.

After a discussion of theoretical underpinnings of compliance and insider trading laws, this thesis will depict and compare the insider compliance laws applicable to issuers in Austria, Germany and the US. Thereby, the law makers' approaches to regulation and the incentives provided for issuers to implement compliance measures will be analyzed. Further, also sub-normative methods to influence the behavior of issuers which are implemented by law makers, regulatory authorities and prosecutors will be taken into account.

---

### 12.3. Curriculum Vitae

Name: Mag. Gerald Augustin, LL.M.  
 Geboren: 4. Oktober 1980 in Amstetten  
 Adresse: Löhnergasse 15/1  
 1120 Wien

#### Arbeitserfahrung

05/2009 - heute Rechtsanwaltsanwärter  
 DORDA BRUGGER JORDIS Rechtsanwälte GmbH

07/2008 – 03/2009 Rechtspraktikant  
 Gerichtsjahr im Sprengel des OLG Wien

01/2008 - 05/2008 Research Assistant  
 Georgetown University Law Center, Washington DC

04/2005 - 06/2007 Juristischer Freier Dienstnehmer  
 Allgemeiner Entschädigungsfonds für Opfer  
 des Nationalsozialismus

#### Ausbildung

09/2007 – 05/2008 Master of Laws (LL.M.)  
 Georgetown University Law Center, Washington DC

10/2006 - heute Doktoratsstudium der Rechtswissenschaften  
 Universität Wien

09/2000 - 10/2006 Diplomstudium der Rechtswissenschaften  
 Universität Wien

09/1991 - 07/1999 Bundesgymnasium Amstetten, neusprachlicher Zweig