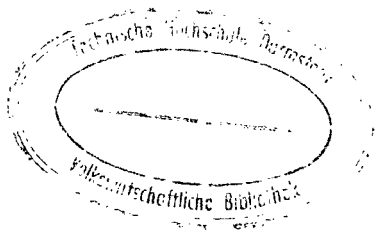


Insiderverbote Interessenkonflikte und Compliance

Auswirkungen der Insiderregulierung
auf deutsche Banken

Von

Thilo Schweizer



Duncker & Humblot · Berlin

Inhaltsverzeichnis

A Einleitung	23
1 <i>Einführung in das Thema</i>	23
2 <i>Begriffsabgrenzungen: Insider und Insiderhandel</i>	24
3 <i>Aufbau der Arbeit</i>	25
B Ökonomische Analyse des Insiderhandels	27
1 <i>Distributive Auswirkungen des Insiderhandels</i>	27
1.1 Marktgleichgewicht ohne Insiderhandel	28
1.2 Marktgleichgewicht mit Insiderhandel	29
1.2.1 Insider als Käufer	29
1.2.2 Insider als Verkäufer	32
1.3 Ergebnis	34
2 <i>Allokative Auswirkungen des Insiderhandels</i>	36
2.1 Regelungsalternativen	36
2.2 (De)Regulierungsargumente	37
2.2.1 Auswirkungen des Insiderhandels auf Kapitalmarktfunktionen	37
2.2.1.1 Kapitalaufbringungs- und -allokationsfunktion des Kapitalmarktes	37
2.2.1.2 Auswirkungen des Insiderhandels auf die Allokationsfunktion	38
2.2.1.2.1 Anpassung der Kurse an den „wahren Wert“	38

2.2.1.2.2	Determinanten der Kursanpassung	39
2.2.1.2.2.1	Umfang des Insiderhandels	39
2.2.1.2.2.2	Elastizität der Nachfrage nach Wertpapieren	40
2.2.1.2.2.3	Wirkungsmechanismen des Insiderhandels	41
2.2.1.2.3	Ad-hoc-Publizität und damit verbundenes Insiderhandelsverbot als Alternative	43
2.2.1.2.4	Zusammenfassung	44
2.2.1.3	Auswirkungen des Insiderhandels auf die Aufbringungsfunktion	45
2.2.2	Insiderhandel und Informationskosten	50
2.2.3	Insidergewinne als Entlohnungskomponente	53
2.2.3.1	Prinzipal-Agenten-Problem in börsennotierten Aktiengesellschaften	53
2.2.3.2	Anforderungen an einen effizienten Vertrag	54
2.2.3.3	Vorzüge eines Rechtes zum Insiderhandel	55
2.2.3.4	Problematik eines Rechtes zum Insiderhandel	56
2.2.3.5	Zusammenfassung	59
2.2.4	Insiderhandel und Kapitalkosten	59
2.2.5	Fehlende privatvertragliche Verbote als Indiz für die Effizienz des Insiderhandels	62
2.2.6	Gesellschaftliche Kosten eines Insiderhandelsverbotes	65
2.3	Ergebnis	67
C	Die Regulierung des Insiderhandels in den USA und in Deutschland	68
<i>1</i>	<i>USA</i>	<i>68</i>
1.1	Die besondere Stellung der SEC	68
1.2	Insiderhandelsverbote	69
1.2.1	Section 16 SEA	69
1.2.1.1	Personenkreis	69

Inhaltsverzeichnis	11
1.2.1.2 Meldepflicht	69
1.2.1.3 Gewinnherausgabepflicht	70
1.2.1.4 Verbot von Leerverkäufen	71
1.2.2 Section 10(b) SEA	72
1.2.2.1 Personenkreis	72
1.2.2.1.1 Besitztheorie („Possession Theory“)	72
1.2.2.1.2 Treupflichttheorie („Fiduciary Duty Theory“)	74
1.2.2.1.3 Mißbrauchstheorie („Misappropriation Theory“)	77
1.2.2.1.4 Zusammenfassung	79
1.2.2.2 Insiderinformationen	79
1.2.2.2.1 Das Kriterium „erheblich“	79
1.2.2.2.2 Das Kriterium „nicht allgemein bekannt“	80
1.2.2.3 Insiderpapiere	81
1.2.3 Rule 14e-3 SEA	83
1.2.4 Zusammenfassung	85
1.3 Sanktionen bei Insiderverstößen	85
1.3.1 Sanktionsmöglichkeiten der SEC	85
1.3.1.1 Unterlassungsverfügung	85
1.3.1.2 Verwaltungsverfahren	86
1.3.1.3 Zivilklage	87
1.3.2 Strafrechtliche Sanktionen	88
1.3.2.1 Securities Exchange Act	88
1.3.2.2 Mail and Wire Fraud-Statutes	89
1.3.2.3 Racketeer Influenced and Corrupt Organizations Act	89
1.3.3 Schadensersatzklagen Dritter	90
1.4 Haftung von Aufsichtspersonen	91
1.4.1 Section 20(a) SEA	91
1.4.2 Section 15(b)(4)(E) SEA	91
1.4.3 Section 21A SEA	92

1.5	Organisationspflichten für Finanzdienstleistungsunternehmen	93
1.5.1	Insiderproblematik in US-amerikanischen Banken	93
1.5.2	Mittelbare Organisationspflichten	93
1.5.2.1	Vermeidung von Verstößen gegen Section 10(b) SEA	93
1.5.2.1.1	Entwicklung des Chinese Wall-Ansatzes	93
1.5.2.1.2	Bestätigung des Chinese Wall-Ansatzes durch die SEC	94
1.5.2.1.3	Kollidierende Rechtspflichten	95
1.5.2.1.4	Der Chinese Wall-Ansatz in der Rechtsprechung ...	97
1.5.2.2	Ausnahmeregelung gemäß Rule 14e-3(b) SEA	99
1.5.3	Ausdrückliche Organisationspflichten	100
1.5.3.1	Brokerhäuser und Anlageberater	100
1.5.3.2	Börsenmitglieder	101
1.5.3.3	National banks	102
1.5.3.4	State member banks	102
1.5.4	Zusammenfassung	103
1.6	Publizitätspflicht börsennotierter Unternehmen	103
1.7	Überwachung und Durchsetzung der Insiderhandelsverbote	105
1.7.1	Laufende Handelsüberwachung der Selbstverwaltungseinrichtungen ..	105
1.7.2	Durchsetzung der Insiderhandelsverbote durch die SEC	106
1.7.3	Wirksamkeit der Insiderhandelsverbote	108
1.8	Zusammenfassung	110
2	<i>Bundesrepublik Deutschland</i>	112
2.1	Entstehungsgeschichte	112
2.2	Insiderregelung	113
2.2.1	Insider Tatsache	113
2.2.1.1	Der Begriff der „Tatsache“	113
2.2.1.2	Das Kriterium „nicht öffentlich bekannt“	114

Inhaltsverzeichnis	13
2.2.1.3 Das Kriterium „Bezug auf Emittenten oder Insiderpapiere“ ...	115
2.2.1.4 Das Kriterium „zur erheblichen Kursbeeinflussung geeignet“	117
2.2.1.4.1 Das Kriterium der „Geeignetheit“	117
2.2.1.4.1.1 Markteinflußtest ex-post	117
2.2.1.4.1.2 Markteinflußtest ex-ante	121
2.2.1.4.2 Das Kriterium der „Erheblichkeit“	122
2.2.2 Personenkreis	123
2.2.2.1 Primärinsider	124
2.2.2.2 Sekundärinsider	125
2.2.3 Insiderpapiere	126
2.2.4 Insiderverbote	129
2.2.4.1 Ausnutzung einer Insidertatsache	130
2.2.4.2 Unbefugte Weitergabe einer Insidertatsache	132
2.2.4.3 Empfehlung auf der Grundlage einer Insidertatsache	133
2.2.5 Sanktionen bei Insiderverstößen	134
2.2.5.1 Strafrechtliche Sanktionen	134
2.2.5.2 Schadensersatzansprüche	135
2.2.5.3 Aufsichtsrechtliche Sanktionen	136
2.3 Marktaufsicht	137
2.3.1 Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel	138
2.3.2 Börsenaufsichtsbehörden der Länder	140
2.3.3 Handelsüberwachungsstellen	141
2.3.4 Zusammenfassung	142
2.4 Publizitätspflicht	144
2.4.1 Ad-hoc-publizitätspflichtige Tatsachen	145
2.4.1.1 Das Kriterium „Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder den allgemeiner Geschäftsverlauf“	145
2.4.1.2 Das Kriterium „Emittentenbezug“	146
2.4.1.3 Das Kriterium „zur erheblichen Kursbeeinflussung geeignet“	146

2.4.2 Verfahren	148
2.5 Verhaltensregeln und Organisationspflichten für Wertpapierdienstleistungsunternehmen	149
2.6 Zusammenfassung	153
D Auswirkungen der Insiderregulierung auf deutsche Banken	156
1 <i>Insiderinformationen und Interessenkonflikte in deutschen Banken</i>	<i>156</i>
1.1 Universalbanken und Universalbankensystem	156
1.2 Insiderinformationen in Universalbanken	156
1.3 Interessenkonflikte in Banken	158
1.4 Interessenkonflikte und Wettbewerb	160
2 <i>Compliance</i>	<i>161</i>
2.1 Ziele des Aufbaus von Compliance-Organisationen	161
2.1.1 Verhinderung von Insiderverstößen	161
2.1.2 Wahrung der Kundeninteressen	163
2.1.3 Schutz der Integrität einzelner Unternehmensbereiche	164
2.1.4 Unschuldsvermutung im Verdachtsfall	165
2.2 Anforderungen an die Ausgestaltung einer Compliance-Organisation	165
2.2.1 Vollständigkeit	165
2.2.2 Wirtschaftlichkeit	166
2.2.3 Glaubwürdigkeit	166
2.2.4 Akzeptanz	167
2.3 Strategien	167
2.3.1 Vermeidung von Konflikten	168
2.3.2 Offenlegung von Insidertatsachen und Interessenkonflikten	169
2.3.3 Selbstbindung	169
2.3.4 Separierung von Funktionen	171

Inhaltsverzeichnis	15
2.4 Elemente einer Compliance-Organisation	172
2.4.1 Grundsatzfragen	173
2.4.1.1 Geschäftspolitische Grundsatzentscheidung	173
2.4.1.2 Dienstanweisung	173
2.4.1.3 Zuständigkeit	174
2.4.1.4 Offenlegung des Compliance-Konzeptes	175
2.4.1.5 Verfahren bei Verstößen	176
2.4.2 Informationssteuerung durch Chinese Walls	176
2.4.2.1 Grundlagen	176
2.4.2.2 Abgrenzung der Vertraulichkeitsbereiche	177
2.4.2.2.1 Emittentenkontaktbereiche	177
2.4.2.2.2 Marktkontaktbereiche	179
2.4.2.3 Regeln für die bankinterne Kommunikation	180
2.4.2.3.1 „Need to know“-Prinzip	180
2.4.2.3.2 Festlegung der Kommunikationswege	181
2.4.2.3.2.1 Undurchlässiger Chinese Wall	181
2.4.2.3.2.2 Teilweise durchlässiger Chinese Wall	183
2.4.2.4 Informationsblockade	183
2.4.2.5 Anwendungsprobleme	185
2.4.2.5.1 Stellung der Geschäftsleitung	185
2.4.2.5.2 Bereichsübergreifende Zusammenarbeit	188
2.4.2.6 Zusammenfassung	191
2.4.3 Verhaltenssteuerung	192
2.4.3.1 Handels- und Empfehlungsbeschränkungen	192
2.4.3.1.1 Grundlagen	192
2.4.3.1.2 Inkrafttreten der Restriktionen	194
2.4.3.1.3 Umfang der Restriktionen	198
2.4.3.1.3.1 Anlageberatung	198
2.4.3.1.3.2 Research	199
2.4.3.1.3.3 Wertpapierhandel	201
2.4.3.1.3.4 Vermögensverwaltung und Fondsgeschäft	202

2.4.3.2	Regelungen über Mitarbeitergeschäfte	203
2.4.3.2.1	Leitsätze des BAK	204
2.4.3.2.1.1	Allgemeine Bestimmungen	204
2.4.3.2.1.2	Ergänzungen für Mitarbeiter mit besonderen Funktionen	206
2.4.3.2.2	Zusätzliche Restriktionen	207
2.4.3.3	Ausbildung und Beeinflussung der Mitarbeiter	208
2.4.4	Überwachung	209
2.4.4.1	Funktionsfähigkeit der Chinese Walls	209
2.4.4.2	Institutsübergreifende Durchbrechungen	212
2.4.4.3	Mitarbeitergeschäfte	213
2.4.5	Informationsmanagement	214
2.4.6	Zusammenfassung	215
3	<i>Compliance in der bankbetrieblichen Praxis – Erste Erfahrungen</i>	217
3.1	Ziel der Untersuchung und Vorgehensweise	217
3.2	Ergebnisse	218
3.2.1	Grundsatzfragen	218
3.2.2	Informationssteuerung	220
3.2.3	Verhaltenssteuerung	221
3.2.4	Überwachung	224
3.2.5	Informationsmanagement	225
E	Schlußbetrachtung	226
	Literaturverzeichnis	231
	Rechtsquellenverzeichnis	258