



94-15769

Bilanzrecht und Kapitalmarkt

Festschrift
zum 65. Geburtstag von
Professor Dr. Dr. h.c. Dr. h.c. Adolf Moxter

Herausgegeben
von
Wolfgang Ballwieser
Hans-Joachim Böcking
Jochen Drukarczyk
Reinhard H. Schmidt



IDW-Verlag GmbH
Düsseldorf 1994

Universitäts-
Bibliothek
Münster

Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme

Bilanzrecht und Kapitalmarkt : Festschrift zum 65. Geburtstag von Professor Dr. Dr. h.c. Dr. h.c. Adolf Moxter / hrsg. von Wolfgang Ballwieser ... – Düsseldorf : IDW-Verl., 1994

ISBN 3-8021-0573-7

NE: Ballwieser, Wolfgang [Hrsg.]; Moxter, Adolf: Festschrift

ISBN 3-8021-0573-7

© 1994 by IDW-Verlag GmbH, Düsseldorf

Alle Rechte der Verbreitung, auch durch Film, Funk und Fernsehen, fotomechanische Wiedergabe, Tonträger jeder Art, auszugsweisen Nachdruck oder Einspeicherung und Rückgewinnung in Datenverarbeitungsanlagen aller Art, einschließlich der Übersetzung in andere Sprachen, sind vorbehalten.

Gesamtherstellung: Bercker Graphischer Betrieb GmbH, Kevelaer

K 94/7599

Inhalt

Bilanzrecht und Kapitalmarkt

Vorwort	XV
--------------------------	----

I. Grundsatzfragen des geltenden Bilanzrechts

HEINRICH BEISSE, Dr. h.c., Vorsitzender Richter am Bundesfinanzhof in München a.D., Honorarprofessor an der Technischen Universität in München:

Zum neuen Bild des Bilanzrechtssystems	3
--	---

WOLFGANG DIETER BUDDE, Dr. iur., Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwalt, Steuerberater, Sprecher des Vorstandes der C & L Treuhand-Vereinigung Deutsche Revision AG, Frankfurt am Main:

Rechenschaftslegung im Spannungsfeld des Grundgesetzes . .	33
--	----

MANFRED GROH, Dr. iur., Vorsitzender Richter am Bundesfinanzhof in München, Honorarprofessor an der Georg-August-Universität in Göttingen:

Adolf Moxter und der Bundesfinanzhof	61
--	----

WELF MÜLLER, Dr. iur., Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwalt, Steuerberater, Frankfurt am Main:

Der Jahresabschluß im Spannungsfeld zwischen öffentlichem Recht und Gesellschaftsrecht	75
---	----

ARNDT RAUPACH, Dr. iur., Rechtsanwalt, Honorarprofessor an der Ludwig-Maximilians-Universität in München:

Das Steuerrecht als unerwünschte Rechtsquelle der Handelsbilanz	101
---	-----

II. Bilanzierungsprobleme im Jahresabschluß

HERBERT BIENER, Dr. h.c., Ministerialrat im Bundesministerium der Justiz, Bonn:

Rückstellungen wegen der Anschaffung nicht werthaltiger Vermögensgegenstände	127
---	-----

- DIETRICH BURKHARDT, Dr. rer. pol., Leiter Finanzen, Rechnungswesen und Steuern der Jost-Werke AG, Frankfurt am Main:
Die Bilanzierung von Zinsbegrenzungsverträgen: Grundsätze und Probleme 145
- HERMANN CLEMM, Dr. iur., Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwalt, Steuerberater, München:
Zur Nichtpassivierung entstandener Verbindlichkeiten wegen nachträglicher wirtschaftlicher Verursachung (Realisation) oder: Wie dynamisch ist die Bilanz im Rechtssinne? 167
- ANTON EGGER, Dr. rer. comm., Beedeter Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Professor an der Wirtschaftsuniversität in Wien:
Die Herstellungskosten im Spannungsfeld von Kostenrechnung und Jahresabschluß 195
- WERNER HARTUNG, Dr. rer. pol., Heidelberg:
Rechnungsabgrenzungsposten und richtlinienkonforme Auslegung 213
- NORBERT HERZIG, Dr. rer. pol., Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Professor an der Universität zu Köln:
Das Magische Dreieck der Umweltschutzbilanzierung 227
- GEORG KÄMPFER, Dr. rer. pol., Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Mitglied des Vorstandes der C & L Treuarbeit Deutsche Revision AG, Leipzig:
Zum Ansatz von Aufwandsrückstellungen nach § 249 Abs. 2 HGB 257
- FRANZ KLEIN, Dr. iur., Präsident des Bundesfinanzhofs in München, Honorarprofessor an der Universität Passau:
Der Herstellungsbegriff in § 255 Abs. 2 Satz 1 des Handelsgesetzbuches und seine Prägung durch den Bundesfinanzhof bei Gebäuden – Zugleich ein Beitrag zur Interaktion zwischen Rechtsprechung und Gesetzgeber 277
- RAINER LUDEWIG, Dr. rer. pol., Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Honorarprofessor an der Westfälischen Wilhelms-Universität in Münster:
Das Angemessenheitsprinzip und seine Wirkung auf die Bilanzierung, insbesondere die Bilanzierung von Rückstellungen . . . 299

WALTER MATHIAK, Richter am Bundesfinanzhof in München: Handelsrechtliche Öffnungsklauseln und gewinnerhöhende Steuervergünstigungen	313
DIETER ORDELHEIDE, Dr. rer. oec., Professor an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main: Der Einfluß von Abwertungen der Auslandswährung auf die Ermittlung des Erfolges ausländischer Beteiligungsunternehmen in Steuer- und Handelsbilanz	331
DIETER RÜCKLE, Dr. rer. comm., Professor an der Universität Trier: Die Bilanzierung des Skontos – Ein Anwendungsfall der Grundsätze für verdeckte Zinsen	353
VIKTOR SARRAZIN, Ministerialdirigent im Bundesministerium der Finanzen, Bonn: Zwang zur Wertaufholung aufgrund werterhöhenden Aufwands	379
HANNES STREIM, Dr. oec. publ., Professor an der Ruhr-Univer- sität in Bochum: Die Generalnorm des § 264 Abs. 2 HGB – Eine kritische Analyse	391
ELISABETH STROBL, Dr. rer. pol., Wirtschaftsprüfer, Steuerber- ater, München: Matching Principle und deutsches Bilanzrecht	407
PETER WESNER, Dr. rer. pol., Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Leipzig: Altlast und Aufwandsrückstellung – ein Widerspruch?	433
HARALD WIEDMANN, Dr. iur., Wirtschaftsprüfer, Rechtsan- walt, Steuerberater, Mitglied des Vorstandes der KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG, Berlin: Die Bewertungseinheit im Handelsrecht	453
LOTHAR WOERNER, Dr. iur., Vorsitzender Richter am Bundes- finanzhof in München: Zeitpunkt der Passivierung von Schulden und Verbindlichkeits- rückstellungen – Problematik der „wirtschaftlichen Verursa- chung“	483

WOLFGANG ZIELKE, Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Stellvertretender Sprecher des Vorstandes der KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG, Frankfurt am Main:

- Internationale Aspekte der Bilanzierung derivativer Geschäfte
im Jahresabschluß von Industrieunternehmen 507

III. Bilanzierungsprobleme im Konzernabschluß

JÖRG BAETGE, Dr. rer. pol., Professor an der Westfälischen Wilhelms-Universität in Münster, Honorarprofessor an der Universität Wien:

- Änderungen bestehender Beteiligungsverhältnisse im Konzernabschluß 531

GÜNTHER GEBHARDT, Dr. rer. oec., Professor an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main:

- Probleme der Aufstellung von Cash Flow Statements für internationale Konzerne 551

HEINRICH GÖTZ, Dr. iur., Dr. h.c., Stellvertretender Vorsitzender des Vorstandes der Metallgesellschaft AG, Frankfurt am Main:

- Rücklagenbildung in der Unternehmensgruppe 573

CHRISTIAN KIRCHNER, Dr. iur., Dr. rer. pol., LL.M., Professor an der Humboldt-Universität zu Berlin:

- Zur Funktion eines harmonisierten Konzernrechnungslegungsrechts für die Niederlassungsfreiheit in der Europäischen Gemeinschaft – Konsequenzen für die Interpretation von Konzernrechnungslegungsvorschriften 601

RUDOLF J. NIEHUS, Dr. rer. pol., Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Düsseldorf:

- Zur Entwicklung von „konzernarteigenen“ GoB durch Paradigmawechsel – Auch ein Beitrag zur Diskussion über die Internationalisierung der deutschen Konzernrechnungslegung 623

IV. Zur Internationalisierung der Rechnungslegung

HANS HAVERMANN, Dr. rer. pol., Dr. h.c., Wirtschaftsprüfer,
 Vorsitzender des Aufsichtsrates der KPMG Deutsche Treuhand-
 Gesellschaft AG, Düsseldorf, Chairman des Executive Committee
 der KPMG, Honorarprofessor an der Universität zu Köln:
 Internationale Entwicklungen in der Rechnungslegung 655

JÜRGEN KRUMNOW, Dr. rer. pol., Mitglied des Vorstandes der
 Deutsche Bank AG, Frankfurt am Main:
 Die deutsche Rechnungslegung auf dem Weg ins Abseits?
 Ein Ausblick nach der vorläufig abgeschlossenen EG-Harmo-
 nisierung 679

THOMAS SCHILDBACH, Dr. rer. pol., Professor an der Univer-
 sität Passau:
 Internationale Rechnungslegungsstandards auch für deutsche
 Einzelabschlüsse? 699

V. Bilanzierungsprobleme bestimmter Branchen und Bereiche

REINHARD GOERDELER, Dr. iur., Dr. h.c., Wirtschaftsprüfer,
 Rechtsanwalt, Ehrenvorsitzender des Aufsichtsrates der KPMG
 Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG, Frankfurt am Main:
 Rechnungslegung und Prüfungen im Gemeinnützigkeitsbereich 725

DIETRICH KÖLLHOFER, Dr. oec. publ., Mitglied des Vorstan-
 des der Bayerische Vereinsbank AG, Honorarprofessor an der
 Ludwig-Maximilians-Universität in München
 Der Einfluß des Bankbilanzrichtlinie-Gesetzes auf die bilanz-
 politischen Spielräume der Banken 747

BERNHARD KROMSCHRÖDER, Dr. rer. pol., Professor an der
 Universität Passau:
 Besonderheiten des Jahresabschlusses der Versicherungsunter-
 nehmen 769

JOSEF LANFERMANN, Wirtschaftsprüfer, Sprecher des Vor-
 standes der KPMG Deutsche Treuhand-Gesellschaft AG, Düssel-
 dorf:
 Besonderheiten der Eröffnungsbilanzen der Treuhandanstalt . . 807

HELMUT PERLET, Dr. rer. pol., Direktor der Allianz Versicherungs-AG, München:

Zur Umsetzung der Versicherungsbilanzrichtlinie in deutsches Recht 833

LOTHAR STREITFERDT, Dr. rer. pol., Professor an der Universität Hamburg:

Ansätze zu einer betriebswirtschaftlich orientierten Reform des öffentlichen Rechnungswesens 861

ROLF WINDMÖLLER, Wirtschaftsprüfer, Rechtsanwalt, Steuerberater, Sprecher des Vorstandes der C & L Treuarbeit Deutsche Revision AG, Frankfurt am Main:

Fragen zur Berücksichtigung der Zinsen in der Bankbilanzierung 883

KLAUS v. WYSOCKI, Dr. rer. pol., Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Professor (em.) der Ludwig-Maximilians-Universität in München:

Das Aufhellungsproblem bei der Anwendung von § 36 DMBilG 897

VI. Prüfung und Kontrolle

MANFRED EIBELSHÄUSER, Dr. rer. pol., Ministerialrat als Mitglied des Bundesrechnungshofes, Frankfurt am Main:

Die Aufgaben des Abschlußprüfers nach § 53 Haushaltsgrundsatzgesetz 919

KARL-HEINZ FORSTER, Dr. rer. pol., Dr. h.c., Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Vorsitzender des Aufsichtsrates der C & L Treuarbeit Deutsche Revision AG und der C & L Deutsche Revision AG, Honorarprofessor an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main:

Gedanken beim Unterzeichnen eines Bestätigungsvermerks . . 951

HANS-ULRICH KÜPPER, Dr. rer. pol., Professor an der Ludwig-Maximilians-Universität in München:

Interne Unternehmensrechnung auf kapitaltheoretischer Basis . 967

VII. Sonderprobleme der Steuerbilanz

KLAUS EBLING, Dr. iur., Vorsitzender Richter am Bundesfinanzhof in München:

Die steuerrechtlichen Grundlagen für die Bildung einer steuerfreien Rücklage für Ersatzbeschaffung bei Verlust eines Wirtschaftsguts infolge höherer Gewalt oder behördlichen Eingriffs 1005

MATTHIAS LEHMANN, Dr. rer. pol., Professor an der Universität Trier:

„Verdeckte Gewinnausschüttungen“ – Eine Analyse aus der Sicht der betriebswirtschaftlichen Steuerlehre 1027

WINFRIED MELLWIG, Dr. rer. pol., Professor an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main:

Für ein bilanzzweckadäquates Teilwertverständnis 1069

GERD ROSE, Dr. rer. pol., Dr. h.c., Steuerberater, Professor (em.) der Universität zu Köln:

Bilanzrecht und Sonderbetriebsvermögen in Personengesellschaften 1089

LUDWIG SCHMIDT, Dr. iur., Vorsitzender Richter am Bundesfinanzhof in München a.D., Honorarprofessor an der Ludwig-Maximilians-Universität in München:

Steuerrechtliche Gewinnermittlung und -zurechnung bei doppelstöckigen Personengesellschaften – Versuch einer Bestandsaufnahme für die Praxis 1109

VIII. Zur Entwicklung und Bedeutung von Bilanztheorien

RUDOLF GÜMBEL, Dr. rer. pol., Dr. h.c., Professor an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main:

Bilanz und Doppik als mikroökonomische Formalstruktur . . . 1129

DIETER SCHNEIDER, Dr. rer. pol., Dr. h.c., Dr. h.c., Dr. h.c., Professor an der Ruhr-Universität in Bochum:

Bilanzen im Rechtssinne als Vorläufer dynamischer und „rein betriebswirtschaftlicher“ Bilanzen 1149

FRANZ W. WAGNER, Dr. oec. publ., Professor an der Eberhard-Karls-Universität in Tübingen:

- Periodenabgrenzung als Prognoseverfahren – Konzeption und Anwendungsbereich der „einkommensapproximativen Bilanzierung“ 1175

IX. Bilanzierung und Kapitalmarkt

HANS G. BARTELS, Dr. rer. pol., Professor an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main:

- Zur Zurechenbarkeit zwischen einzelnen Passiv- und Aktivpositionen bzw. zur Dekomposition optimaler Investitionsprogramme 1201

JOCHEN DRUKARCZYK, Dr. rer. pol., Professor an der Universität Regensburg:

- Überschuldung: Zur Konstruktion eines Insolvenztatbestandes im Spannungsfeld von Kapitalerhaltungsrecht und Kreditmarkt 1231

HELMUT LAUX, Dr. rer. pol., Professor an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main:

- Anreizkompatible Erfolgsbeteiligung und Kapitalmarkt 1259

ERICH LOITLSBERGER, Dr. rer. comm., Dr. h.c., Steuerberater, Professor (em.) der Universität Wien:

- Betriebliche Erfolgsermittlungsverbesserung mit Hilfe der Besteuerung 1293

ROLF NONNENMACHER, Dr. oec., Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Mitglied des Vorstandes der Bayerische Treuhandgesellschaft AG, München:

- Sanierung, Insolvenz und Bilanz 1313

BERND RUDOLPH, Dr. rer. pol., Professor an der Ludwig-Maximilians-Universität in München:

- Ökonomische Theorie und Insiderrecht 1333

REINHARD H. SCHMIDT, Dr. rer. pol., Wilhelm Merton-Professor an der Johann Wolfgang Goethe-Universität in Frankfurt am Main:

- Bilanzierung und Kreditversorgung in Entwicklungsländern . 1351

X. Probleme der Unternehmensbewertung

WOLFGANG BALLWIESER, Dr. rer. pol., Professor an der Ludwig-Maximilians-Universität in München:
 Adolf Moxter und der Shareholder Value-Ansatz 1377

HANS-JOACHIM BÖCKING, Dr. rer. pol., Professor an der Universität Hannover:
 Das Verbundberücksichtigungsprinzip als Grundsatz ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung 1407

MARION KRAUS-GRÜNEWALD, Dr. rer. pol., Professorin an der Fachhochschule in Frankfurt am Main:
 Unternehmensbewertung und Verkäuferposition bei Akquisitionen 1435

HORST RICHTER, Dr. rer. pol., Wirtschaftsprüfer, Köln:
 Die Bewertung von Versicherungsunternehmen aus der Sicht des Wirtschaftsprüfers 1457

THEODOR SIEGEL, Dr. rer. pol., Professor an der Technischen Universität in Berlin:
 Der steuerliche Einfluß von stillen Reserven und Firmenwert auf die Unternehmensbewertung und auf die Bemessung von Abfindungen 1483

DORIS ZIMMERMANN, Dr. rer. pol., Wirtschaftsprüfer, Steuerberater, Professorin an der Fachhochschule in Aachen:
 Unternehmensverträge und körperschaftsteuerliches Anrechnungsverfahren – Zur Auswirkung der Senkung der Ausschüttungsbelastung auf die Ausgleichszahlung nach § 304 AktG und zur Behandlung der Körperschaftsteuererminderung bei Ausschüttung vororganschaftlicher Rücklagen 1503

Bibliographie Adolf Moxter 1535

x

Vorwort

1. Adolf Moxter hat als Mensch, als Forscher und als Lehrer der Betriebswirtschaftslehre seinen Studenten und Schülern und weiten Kreisen der an betriebswirtschaftlicher Erkenntnis interessierten Praxis sehr viel gegeben. Ihn durch eine Festschrift zu würdigen, ist den 64 Autoren aus dem Kreis seiner Schüler, Kollegen und Freunde aus Wissenschaft und Praxis und besonders uns, den Herausgebern, eine Ehre und Freude zugleich. Mit der Festschrift drücken wir unsere Verbundenheit mit dem Jubilar aus, der am 3. Oktober 1994 seinen 65. Geburtstag feiert.

2. Adolf Moxter wurde 1929 in Frankfurt am Main als Sohn einer Gärtnerfamilie geboren. Er wuchs in Bockenheim auf, jenem Stadtteil, in dem die Johann Wolfgang Goethe-Universität liegt. Hier studierte er Betriebswirtschaftslehre und wurde nach dem Diplomexamen im Jahre 1954 Assistent von Karl Hax. Schon zwei Jahre später schloß er seine Doktorarbeit ab, die 1957 unter dem Titel „Methodologische Grundfragen der Betriebswirtschaftslehre“ veröffentlicht wurde. 1961 habilitierte er sich mit einer Arbeit über den Einfluß von Publizitätsvorschriften auf das unternehmerische Verhalten. Gutachter dieser Arbeit, die in ihrer mikroökonomischen Ausrichtung ihrer Zeit weit voraus war, waren die akademischen Lehrer Hax und Saueremann. Unmittelbar nach der Habilitation folgte er dem Ruf auf eine ordentliche Professur für Betriebswirtschaftslehre an der Universität des Saarlandes. Die Frankfurter Universität berief ihn 1965 zurück; er übernahm die Stelle eines Professors für Betriebswirtschaftslehre und wurde Direktor des Seminars für Treuhandwesen. Der Johann Wolfgang Goethe-Universität blieb er trotz ehrenvoller und verlockender Rufe an andere Universitäten treu.

Die Universität Trier und die Ludwig-Maximilians-Universität München haben die großen wissenschaftlichen Leistungen des Jubilars im Jahre 1992 mit Ehrenpromotionen gewürdigt. Das Institut der Wirtschaftsprüfer ernannte ihn 1991 zum Ehrenmitglied.

3. Der Jubilar hat sich als Wissenschaftler immer und ausschließlich mit wichtigen und grundsätzlichen Fragen befaßt. Die Orientierung an den Grundfragen bedeutet für ihn freilich nicht, Details zu übersehen oder zu übergehen. Im Gegenteil: An der Behandlung der Details muß sich die Richtigkeit und die Fruchtbarkeit der auf das Grundsätzliche zielenden Aussagen beweisen.

Als junger Forscher widmete sich Moxter gleichermaßen der Investitions- wie der Bilanztheorie. Besonders interessierte ihn aber die Wechselwirkung zwischen beiden Gebieten. Die Serie der „großen Aufsätze“ aus den 60er Jahren galt vor allem der Erforschung der Grenzen der Leistungsfähigkeit betriebswirtschaftlicher Instrumente, namentlich der Bilanz. Seine äußerst kritischen Analysen zur Bilanztheorie trugen ihm zeitweise den Titel eines „Anti-Bilanztheoretikers“ ein. Das war nichts anderes als die Anerkennung, daß er – und ein Kreis seiner damaligen Frankfurter Kollegen – bei der Erforschung der Grenzen der Bilanz als Informationsinstrument tiefer gegraben hatte als frühere Forscher.

Anders als Moxters Lehren zur Unternehmensbewertung, die in seinem Buch „Grundsätze ordnungsmäßiger Unternehmensbewertung“ (2., vollständig umgearbeitete Auflage 1983) ihren bleibenden Niederschlag gefunden und die Praxis der Wirtschaftsprüfer maßgeblich beeinflusst haben, erwecken seine Arbeiten zum Themenkreis der Bilanzierung auf den ersten Blick nicht den Eindruck von Kontinuität. Als Moxter 1974 die erste Auflage seiner „Bilanzlehre“ veröffentlichte, schien der Anti-Bilanztheoretiker eine radikale Kehrtwendung vollzogen zu haben. In Wirklichkeit nahm er die Bilanz nur ernster. Er erkannte, daß die Bilanz in einer Welt mit – wie man heute sagen würde – asymmetrischen Informationsverteilungen eine notwendige Gegebenheit und als solche zu werten und zu optimieren ist. Von dem Urteil über ihre Aussagegrenzen ist damit nichts zurückgenommen. Gerade das bleibende Bewußtsein dieser Grenzen eines „betriebswirtschaftlichen“ Bilanzverständnisses dürfte ihn veranlaßt haben, seine Lehre von der Bilanz im Rechtssinne zu begründen. Heute ist diese Lehre eine wissenschaftliche Großbaustelle mit Adolf Moxter als dem souveränen Bauleiter geworden. Die Bilanz im Rechtssinne folgt einer – von ihm aufgedeckten und transparent gemachten – inneren Logik.

Adolf Moxter hat sich um die betriebswirtschaftliche Bilanztheorie wie um die Bilanzrechtstheorie bleibende Verdienste erworben. Er hat letztere maßgeblich geprägt. Das gilt unbeschadet der Tatsache, daß er in der ihm eigenen Bescheidenheit in seinen Veröffentlichungen Juristen als ihre Urheber nennt und sich darin insbesondere dem zu früh verstorbenen Georg Döllerer verpflichtet und verbunden weiß. Würde es eines Beweises seiner Bedeutung für die Bilanzrechtsdiskussion bedürfen, so wären die zahlreichen Beiträge zu dieser Festschrift, in denen Bilanzrechtsfragen behandelt werden. Beleg genug. Seine wissenschaftlichen Arbeiten zur Bilanzrechtstheorie haben unter jenen Praktikern, deren Urteil ihm wichtig ist, eine so ausgeprägte positive

Resonanz gefunden, wie es betriebswirtschaftlichen Forschern fast nie vergönnt ist.

Das am Ende dieser Festschrift abgedruckte Schriftenverzeichnis Adolf Moxters zeigt die unermüdliche Schaffenskraft und die Spannweite seines wissenschaftlichen Werkes. Jede einzelne seiner Arbeiten besticht durch die Prägnanz und Lebendigkeit des Stils und läßt die literarischen Vorbilder erkennen, an denen er sich ausrichtet.

4. Man muß Adolf Moxter in einem vollen Hörsaal erlebt haben, um seine Wirkung und seinen Erfolg als Hochschullehrer vollends verstehen zu können. Im Hörsaal lebt er sich aus, da argumentiert er, wirbt für seine Positionen, ringt um eigene Einsichten und kämpft um die seiner Zuhörer. Auf der Kanzel gibt er immer sein Bestes und zeigt zugleich viel von sich. Seit 35 Jahren gelingt es ihm, Generationen von Studenten zu begeistern und zu faszinieren. Durch seinen intensiven und anschaulichen Vorlesungsstil zeigt er ihnen, was das Besondere des akademischen Lebens ausmacht, und motiviert sie, den immer anspruchsvollen und deshalb mitunter sehr schwierigen Inhalten seiner Vorlesungen und Seminare zu folgen. Es ist kein Zufall, daß Moxter-Schüler immer auch Moxter-Anhänger sind.

Inzwischen sind es mehrere tausend Studenten und weit über hundert Doktoranden, die von ihm akademisch geprägt sind und die außer Inhalten auch Einstellungen, Haltungen und Methoden sowie Strukturen des Denkens von ihm gelernt haben. Wir wissen – zum Glück – aus eigener Erfahrung, daß die Einstellungen, die Adolf Moxter als Lehrer vermittelt, sich nicht verlieren. In diesem Sinne ist es zu verstehen, daß er vor Jahren einmal sagte, er bilde nicht für die Praxis aus, sondern gegen sie: gegen das schnelle Vergessen, daß sich viele Probleme durch angestrengte selbständige geistige Arbeit besser lösen lassen als durch Kopieren und Routine. Zu den Einstellungen, die Adolf Moxter seinen Studenten in immer unaufdringlicher, aber deutlicher Weise vermittelt, gehört auch, daß sie einmal berufliche Verantwortung tragen werden, die ihnen viel abverlangt, daß sie dabei zwar ihre gelernten wissenschaftlichen Erkenntnisse und Methoden verwenden können und sollen, daß diese aber auch Grenzen haben. Diese Grenzen der Wissenschaft zu erkennen, ist ein wichtiger Teil der fachlichen Qualifikation sowie der menschlichen und beruflichen Verantwortung der Akademiker, die er formen möchte.

Der Kreis derer, die Adolf Moxter als ihren Lehrer betrachten, geht weit über seine Studenten, Doktoranden und Habilitanden in Saarbrück-

ken und Frankfurt hinaus. Seine herausragende Wirkung als Lehrer hat er durch seine zahlreichen Veröffentlichungen entfaltet. Im akademischen Bereich hat auf seinem Arbeitsgebiet nach Schmalenbach kein deutscher Wissenschaftler so sehr wie er die Denkweise einer ganzen Generation junger Forscher geprägt. Und auch unter den Praktikern im Bereich der Wirtschaftsprüfung finden sich viele Anhänger, Schüler und Diskussionspartner, die nie bei ihm im Hörsaal gesessen haben, deren wissenschaftlicher Orientierungspunkt er gleichwohl geworden ist.

5. Da wir, die Herausgeber, inzwischen alle auch Hochschullehrer sind, gebietet sich auch ein Wort über Adolf Moxter als Professor und Mitglied der Körperschaft Universität. Unsere „kollektive Erinnerung“ umfaßt einen Zeitraum von dreißig Jahren, von der Zeit, als Adolf Moxter als junger Professor nach Frankfurt kam und dort bald Dekan wurde, bis heute.

In den 60er Jahren war Adolf Moxter gerade während der schwierigen Jahre ein Reformator und Bewahrer zugleich. Nicht im Ton, aber in der Intention, die akademischen Inhalte im universitären Leben zu bewahren und neu zu beleben, war er vielen der damals engagierten Studenten nahe. Auch ihm ging es darum, die Unruhe der Zeit zu nutzen, um der Unruhe des Geistes als dem Lebenselixier der Wissenschaft und der Universität wieder den Platz zukommen zu lassen, der ihr seiner Meinung nach gebührt. Er modernisierte Prüfungsordnungen und Studiengänge und entwickelte innovative Lehr- und Lernformen. Wichtiger waren ihm aber die Inhalte. Sein bleibender Beitrag zur Stärkung der akademischen Tradition und damit auch der akademischen Institutionen liegt darin, daß er mit unglaublicher Radikalität für sein Fach, die Betriebswirtschaftslehre, Normen der strengen Wissenschaftlichkeit entwickelte, vorlebte und einforderte.

Heute nutzt Adolf Moxter im Kollegenkreise das Gewicht seines Ansehens und seiner Erfahrung weise, zurückhaltend und effektiv zugleich. Die Grundlage seines allseits hochgeschätzten Einflusses sind ein vorbildliches Verständnis von Pflichterfüllung und kollegialer Solidarität und die uneingeschränkte Hingabe an seine akademischen Aufgaben, an die Institution der Universität und insbesondere an seine Heimatuniversität.

6. Adolf Moxter als Menschen zu würdigen, ist nicht leicht. Seit wir ihn kennen, lebt er sehr zurückgezogen am Taunusrand in Oberursel. Dort verbringt er, so kann man getrost vermuten, den überwiegenden

Teil seiner Zeit am Schreibtisch, wie seine umfassende wissenschaftliche Publikationstätigkeit belegt. Wenn er nicht arbeitet, widmet er sich der Lektüre. Am liebsten liest er französische Philosophen und – natürlich – Goethe. Seine Neigung zu dem großen Sohn seiner Stadt und dem Namenspatron seiner Universität sowie sein reichhaltiger Schatz an Goethezitate sind so bekannt, daß es fast Mühe kostet, in diesem Vorwort keines davon unterbringen zu wollen.

Wissenschaftliches Leben ist für Adolf Moxter nicht nur mit Freiheit, sondern, neben der Verantwortung, wohl auch mit Einsamkeit verbunden. Nur seine Frau – von ihm selbst als seine wichtigste Mitarbeiterin bezeichnet – scheint ihm uneingeschränkt nahe zu sein, was wir bei der Vorbereitung dieser Festschrift wieder dankbar erfahren konnten. Adolf Moxter zeigt bewußt nicht viel von sich, und es scheint manchmal so, als wolle er nicht gesehen werden, als müsse er ganz hinter seiner wissenschaftlichen Arbeit und seiner Rolle als Lehrer zurücktreten.

Doch so ganz stimmt das Bild von Moxter als dem stillen, zurückgezogenen Gelehrten nicht. Schließlich ist er nicht nur Aufsichtsratsvorsitzender einer bedeutenden Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und Vorstandsmitglied wichtiger Stiftungen, er weiß gelegentlich auch außerhalb der Universität sein Talent als Redner – ja als Entertainer – zu entfalten: Seine mit Geist, Witz und Charme gespickte Damenrede auf der Frankfurter Tagung des betriebswirtschaftlichen Hochschullehrerverbandes ist als ein Höhepunkt in die Geschichte dieses Verbandes eingegangen; und die kurze Dankesrede am Abend nach der Ehrenpromotion in München hätte so kein anderer halten können!

Mit den Menschen, die ihm wichtig sind, sucht und erhält er Nähe, wenn auch freilich keine kumpanenhafte Nähe, sondern eine, die seiner Art und seinem Stil entspricht. Er beobachtet genau, kennt die Probleme der Menschen in seiner Umgebung und scheut sich nicht, Ratschläge zu geben. Die Kollegen, Mitarbeiter, Studenten und Freunde sind ihm als Menschen wichtig; dies ist eine bedeutsame Erfahrung für alle, deren Wege sich mit seinem Weg kreuzen. Seine wohldurchdacht und brillant formulierten Briefe hebt man sich auf, nicht immer nur wegen des Inhalts, sondern weil immer Form und Stil dem Empfänger eine sehr persönliche Nachricht übermitteln: Sie sind mir wichtig! Das ist vielleicht die Lebensmaxime von Adolf Moxter und seiner Gattin.

7. Wir danken allen Autoren für ihre Mitarbeit und bitten die vielen um Nachsicht, die auch gern einen Beitrag zu dieser Festschrift geleistet hätten, die wir aber aus Raumgründen nicht zur Mitarbeit einladen

konnten. Dank gebührt nicht zuletzt dem Verlag, insbesondere Herrn von Büchau, für die vorbildliche Gestaltung dieser Festschrift und den Mitarbeitern des Münchner Revisionslehrstuhls für die große technische Unterstützung.

8. Wir wünschen Adolf Moxter, einem großen Forscher und Lehrer, im Namen aller Autoren zu seinem 65. Geburtstag alles Gute, vor allem Zufriedenheit, Gesundheit für ihn und seine verehrte Gattin und Schaffenskraft, damit er sein Werk in den kommenden Jahren weiter abrunden kann.

Wolfgang Ballwieser

Hans-Joachim Böcking

Jochen Drukarczyk

Reinhard H. Schmidt

BERND RUDOLPH

Ökonomische Theorie und Insiderrecht

I. Problemstellung	1335
II. Eckpunkte einer ökonomischen Analyse des Insiderhandels	1337
III. Markt- und Anreizwirkungen des Insiderhandels	1339
1. Insiderhandel und Nutzung privater Informationen	1339
2. Individualschutz und Funktionenschutz	1341
3. Informationseffizienz, Liquidität und Kapitalkosten	1342
4. Anreizwirkungen des Insiderhandels	1343
IV. Differenzierung des Informationszugangs	1345
V. Ergebnis	1348

I. Problemstellung

Mit dem Zweiten Finanzmarktförderungsgesetz werden die EG-Richtlinie vom 12.12.1988 über die bei Erwerb und Veräußerung einer bedeutenden Beteiligung an einer börsennotierten Gesellschaft zu veröffentlichen Informationen (Transparenzrichtlinie) sowie die EG-Insider-Richtlinie vom 13.11.1989 in das deutsche Kapitalmarktrecht umgesetzt. Die Umsetzung erfolgt mit dem neuen Wertpapierhandelsgesetz, das die Errichtung eines Bundesaufsichtsamtes für den Wertpapierhandel und eine Neuregelung der Börsenaufsicht in Deutschland zum Gegenstand hat.¹ Insbesondere wird aber mit dem neuen Gesetz neben der Umsetzung der EG-Transparenzrichtlinie die Ablösung der bislang geltenden freiwilligen „Insiderhandels-Richtlinien“ durch die Einführung gesetzlicher Insider-Strafbestimmungen verfolgt. Danach wird „Primär-Insidern“ (Geschäftsführungs- und Aufsichtsorgane der Emittenten, Großaktionäre und Personen, die aufgrund ihres Berufs oder ihrer Tätigkeit Insider-Informationen erhalten) das Ausnutzen und die Weitergabe ihrer Informationen verboten, und es wird ihnen verboten, anderen Marktteilnehmern auf der Grundlage ihres Wissens den Erwerb oder den Verkauf von Insiderpapieren zu empfehlen. Auch „Sekundär-Insider“, die Insiderinformationen von Primär-Insidern erhalten haben, dürfen ihr Wissen weder für sich noch für andere ausnutzen. Insiderinformationen sind öffentlich nicht bekannte Tatsachen, die sich auf den Emittenten von Insiderpapieren oder die Insiderpapiere selbst beziehen, und die im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens geeignet sind, den Kurs der Papiere erheblich zu beeinflussen.

Die Kreditwirtschaft und die Börsen haben in den letzten Jahren, nachdem sie lange Zeit einer freiwilligen Insiderregelung im Sinne einer Clublösung das Wort geredet haben, unter dem Druck internationaler Wettbewerbsanforderungen (Gütesiegelqualität des Kapitalmarktes), aber auch im Hinblick auf die unvermeidlichen Anforderungen der EG-Insider-Richtlinie die rasche Einführung eines gesetzlichen Insiderhandelsverbots eingefordert.² Dagegen haben sich in der wissenschaftli-

1 Der Entwurf eines Gesetzes über den Wertpapierhandel und zur Änderung weiterer Gesetze (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz) zielt in den §§ 12 bis 22 auf die Umsetzung der Insider-Richtlinie vom 13.11.1989. Vgl. Richtlinie des Rates vom 13.11.1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte, Amtsblatt der Europäischen Gemeinschaften Nr. L 334 vom 18.11.1989, S. 30–32. Zum Stand der Umsetzung der Richtlinie vgl. Jütten, H.: Das Zweite Finanzmarktförderungsgesetz aus Sicht der Kreditwirtschaft. In: Die Bank o. Jg. (1993), S. 601–607.

2 Vgl. zur Entwicklung der Regulierung von Insider-Geschäften in Deutschland

chen Diskussion eher skeptische oder sogar ablehnende Stimmen gemeldet, die bei der Beurteilung der Auswirkungen eines Insiderhandelsverbots auf die Informations- und Allokationseffizienz des Kapitalmarktes zu negativen bzw. zumindest zwiespältigen Ergebnissen kommen.³ Von der vollständigen Ablehnung jeder Insiderregulierung über das strenge Verbot jedes Insiderhandels bis zu dem Vorschlag, den Insiderhandel je nach dem Votum der Unternehmenseigner zu verbieten oder zu gestatten (Derogationsvorbehalt), findet man in der wissenschaftlichen Diskussion eine breite Palette von Ansichten und Empfehlungen.

Die folgenden Überlegungen setzen sich mit den wichtigsten ökonomischen Argumenten für und gegen den Insiderhandel bzw. für und gegen ein Insiderhandelsverbot auseinander und sind die Basis für eine ökonomische Beurteilung des neuen Insiderrechts. Dabei werden die möglichen Wirkungen eines Insiderhandelsverbots auf die Kapitalallokation, auf die Informationsverarbeitungsqualität des Kapitalmarktes, auf die Liquidität der Märkte und auf die mögliche Beeinflussung des Managerverhaltens sowie des Verhaltens von Großaktionären im Mittelpunkt der Betrachtungen stehen.⁴ Daß informationsökonomische Analysen, wenn sie die vielfältigen möglichen Rückwirkungen des Insiderwissens bzw. der Publizität auf das Verhalten von anderen Marktteilnehmern im Auge behalten, komplizierte Geflechte von Wirkungszusammenhängen nachzeichnen und bedenken müssen, ist durch die Arbeiten *Adolf Moxters* nachdrücklich belegt.⁵

Kübler, F.: Transparenz am Kapitalmarkt. In: AG 22 (1977), S. 85–92, sowie *Rudolph, B.*: Effekten- und Wertpapierbörsen, Finanztermin- und Devisenbörsen seit 1945. In: Deutsche Börsengeschichte, hrsg. von *H. Pohl*, Frankfurt a.M. 1992, S. 293–375, hier S. 316–318.

- 3 Vgl. *Schneider, D.*: Wider Insiderhandelsverbot und die Informationseffizienz des Kapitalmarktes. In: DB 46 (1993), S. 1429–1435.
- 4 Nicht Gegenstand der folgenden Überlegungen ist die Beurteilung und mögliche Behandlung von Insider-Geschäften im Zusammenhang mit Übernahmeaktivitäten oder dem Rückkauf eigener Aktien. Vgl. zu ersterem Problemkreis *Weston, J. F./Chung, K. S./Hoag, S. E.*: Mergers, Restructuring, and Corporate Control, Englewood Cliffs, N. J. 1990, S. 552–578, und zum Erwerb eigener Aktien *Carbonetti, R.*: Re-Purchasing of Own Securities and Insider Dealing, Manuskript, Centre for Research in Finance, IMI Group, Rom 1990.
- 5 Vgl. *Moxter, A.*: Der Einfluß von Publizitätsvorschriften auf das unternehmerische Verhalten, Köln/Opladen 1962. In seiner Habilitationsschrift untersucht *Moxter* bereits ein breiteres Spektrum von Informationseinflüssen als die heutige Insiderdiskussion abgreift. So wird beispielsweise das gesetzliche Insiderhandelsverbot allein an möglichen Kursänderungen festgemacht, wohingehend die Auswertung derselben Information für Wettbewerbsanalysen oder konkurrierende Dispositionen am Markt unberücksichtigt bleibt.

II. Eckpunkte einer ökonomischen Analyse des Insiderhandels

Besonders stringent gegen alle Insiderhandelsverbote beziehen jene Autoren Stellung, die sich auf den Ansatz eines „individuellen Informationsgleichgewichts“ berufen.⁶ Das Insiderproblem tritt nach dieser Sicht als Folge einer asymmetrischen Informationsverteilung auf, deren Nutzung bestimmten Marktteilnehmern eine Informationsrente zufließen läßt. Da eine asymmetrische Informationsverteilung sowohl Ausgangspunkt als auch Resultat vieler wettbewerblicher Prozesse ist, muß „das Insiderproblem als nicht existent angesehen werden. Welche Gründe sollten dafür sprechen, Informationen, die durch das Bekleiden bestimmter Positionen, durch die Kenntnis bestimmter unternehmensinterner Sachverhalte und des Marktgeschehens erworben werden, brachliegen zu lassen und von einer sinnvollen Nutzung auszuschließen? Vielmehr erhellen Insiderinformationen den Wert, der den abstrakten Vermögenstiteln beizulegen ist. Demzufolge muß ein Handlungsbedarf des Gesetzgebers in diesem Zusammenhang verneint werden.“⁷ Weitergehend wird darauf hingewiesen, daß ein Insiderhandelsverbot notwendigerweise mit einer Minderung der Wirtschaftlichkeit des Wertpapierhandels verbunden wäre und einen Wohlstandsverlust nach sich ziehe: „Wie kann die Allokation des Kapitals zur effizientesten Verwendung über das Marktsystem gewährleistet werden, wenn die Nutzung von Informationen darüber teilweise unterbunden wird? Ein Insiderhandelsverbot hat also eine ineffiziente Kapitalnutzung zur Folge. Die asymmetrische Verteilung des Wissens kann kein Argument zur Einschränkung des Wettbewerbs sein. Es handelt sich vielmehr um einen natürlichen Zustand, wie er nicht nur auf Wertpapiermärkten besteht.“⁸

Gegen die Einschätzung des Insiderhandels als „natürlicher Zustand“ ist allerdings einzuwenden, daß in der ökonomischen Theorie seit *Akerlofs* grundlegender Analyse des Gebrauchtwagenmarktes (*lemons market*) die Bedingungen untersucht werden, unter denen es wegen einer asymmetrischen Informationsverteilung (*hidden information*) an bestimmten Märkten zu einem Marktversagen, gegebenenfalls sogar zu

6 Vgl. *Jacob, O.*: Insiderwissen im Wertpapierhandel. Eine ordnungstheoretische Analyse der Problematik des Insiderhandels im Bankbereich, Bayreuth 1992, sowie *Oberender, P./Daumann, F.*: Verbot von Insidergeschäften im Börsenhandel? Eine ordnungstheoretische Analyse. In: *ORDO* 43 (1992), S. 255–265.

7 *Oberender/Daumann*, Fußnote 6, S. 261.

8 *Jacob*, Fußnote 6, S. 52. Zur Einordnung vergleichbarer Ansätze einer ökonomischen Analyse der Rechtspolitik vgl. *Schörner, P.*: Gesetzliches Insiderhandelsverbot. Eine ordnungspolitische Analyse, Wiesbaden 1991, S. 71–246.

einem Marktzusammenbruch kommen kann.⁹ Grund dieses Marktversagens sind adverse Selektionsprozesse, wenn die gute Qualität vom Markt verschwindet, weil die Käufer wegen ihrer schlechten Informationslage nur die Durchschnittsqualität der gehandelten Waren honorieren. Ein möglicher Marktzusammenbruch würde aber allen Marktteilnehmern schaden, so daß eine Regulierung dieses Marktes, die die Qualität der angebotenen Handelsobjekte in geeigneter Weise transparent macht, für alle Teilnehmer ökonomisch vorteilhaft sein kann. Die These, asymmetrische Informationsverteilung sei quasi ein „natürlicher“ Zustand der Ökonomie, und entsprechende Märkte seien daher nicht regelungsbedürftig, ist also im Lichte der Marktversagensgefahr in Zweifel zu ziehen. Dementsprechend sind in der Literatur eine ganze Reihe gleichgewichtstheoretisch motivierter Untersuchungen vorgelegt worden, die die Zweckmäßigkeit bzw. Kostengünstigkeit eines Insiderhandelsverbots zur Vermeidung adverser Selektionsprozesse modellmäßig belegen.¹⁰ In den Modellen wird gezeigt, daß das Verbot eines Insiderhandels zu einer Verbesserung der Situation auch für die Insider führen kann, wenn nämlich der Vorteil der Marktteilnahme der Outsider für die Insider die Nachteile des Verbots ihres privilegierten Handels überkompensiert, so daß alle Marktteilnehmer durch ein Insiderhandelsverbot bessergestellt werden können. „For many plausible specifications of the model, the outcome when society regulates insider trading is a Pareto improvement over the outcome when insider trading is permitted.“¹¹

Ohne sehr enge Annahmen wird in den Modelluntersuchungen aber keine Paretooptimalität eines Insiderhandelsverbots nachgewiesen, d. h. das allgemeine Wohlfahrtsniveau kann durch den Insiderhandel reduziert werden, gleichbleiben oder zunehmen. Damit zumindest die Determinanten einer möglichen Änderung des Wohlfahrtsniveaus deutlich werden, müssen in diesem Fall Einzelanalysen erstellt werden, die die

9 Vgl. *Akerlof, G. A.*: The Market for „Lemons“: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. In: *Quarterly Journal of Economics* 84 (1970), S. 488–500.

10 So zeigt *Ausubel, L. M.*: Insider Trading in a Rational Expectations Economy. In: *American Economic Review* 80 (1990), S. 1022–1041, in einem Gleichgewichtsmodell, daß die übrigen Marktteilnehmer (Outsider) ihr Marktengagement verringern, wenn sie merken, daß die Insider ihre besseren Informationen ihnen gegenüber ausnutzen. Damit müssen aber auch die Insider einen Verlust hinnehmen, weil die Outsider ihnen nur noch schlechtere Preise zahlen. Insidergesetze können in einer solchen Situation selbst für Insider nützlich (wohlfahrtssteigernd) sein, weil sie sonst selbst keine Abschlüsse mehr tätigen können, wenn der Markt zusammengebrochen ist.

11 *Ausubel*, Fußnote 10, S. 1022 f.

relevanten Wirkungsketten exemplarisch herausarbeiten. Ein Großteil der Literatur zur Insiderproblematik baut auf solchen Partialanalysen auf.

III. Markt- und Anreizwirkungen des Insiderhandels

1. Insiderhandel und Nutzung privater Informationen

Ein besonders einfaches und anschauliches Modell, das die zusätzlichen Transaktionskosten verdeutlicht, die durch die mögliche Existenz von Insidern bewirkt werden, haben *King* und *Roell* entwickelt.¹² Die Geld-Brief-Spanne, die die im Modell berücksichtigten Market Maker stellen, ist nach diesem Ansatz umso größer, je höher der Anteil der Insider am Markt ist und je höher die Unsicherheit über die Kursentwicklung ist. Würde keine asymmetrische Informationsverteilung am Markt bestehen, wäre die Geld-Brief-Spanne gleich Null, weil angenommen wird, daß keine Transaktionskosten anfallen und zwischen den Marktmachern vollkommener Wettbewerb herrscht. Würden im Gegensatz dazu nur Insider als Gegenspieler der Market Maker am Markt sein, dann müßten sich diese dadurch schützen, daß sie den Spread auf die mögliche Kursentwicklung ausdehnen. Der Markt würde zusammenbrechen. Ein positiver Anteil von Insidern unter den Marktteilnehmern führt zu einer positiven Geld-Brief-Spanne (einem Spread), die wie eine Börsenumsatzsteuer als Transaktionshemmnis wirkt.¹³

Ob das vorgestellte Modell zu einer realitätsnahen Beurteilung des Insiderhandels beitragen kann, hängt davon ab, ob nicht die modellierten Insiderkosten im Vergleich zu anderen nicht berücksichtigten Transaktionskostenkomponenten in der Praxis eher vernachlässigbar sind. Damit ergibt sich aber eine Abhängigkeit der Beurteilung des Insiderhandels von der Ausgestaltung der Börsenorganisation und der Organisation des Wertpapierhandels bei den Finanzintermediären. Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob ein Insiderhandelsverbot wirklich so umfassend durchgesetzt werden könnte, daß der Anteil der Insider

12 Vgl. *King, M./Roell, A.*: Insider Trading. In: *Economic Policy* 3, No. 6 (1988), S. 163–193. Vgl. auch *Glosten, L. R.*: Insider Trading, Liquidity, and the Role of the Monopolist Specialist. In: *Journal of Business* 62 (1989), S. 211–235, sowie *Schörner*, Fußnote 8, S. 150–155.

13 Vgl. auch *Kyle, A. S.*: Continuous Auctions and Insider Trading. In: *Econometrica* 53 (1985), S. 1315–1385, sowie *Glosten, L. R./Milgrom, P. R.*: Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders. In: *Journal of Financial Economics* 14 (1985), S. 71–100, für den Fall risikoneutraler Marktmacher.

auf Null ginge und für die Market Maker keine Zweifel verblieben, so daß der Spread wirklich auf Null gesenkt werden könnte. Falls ein „Rest“ an Insiderhandel verbleibt, ist unklar, ob weniger Insideraktivitäten zu kleineren oder größeren Spreads führen.¹⁴ Bei einer Mehrperiodenbetrachtung könnte darüber hinaus fraglich sein, ob nicht die Market Maker auch gegebenenfalls von den Insidern „lernen“ können und bei deren Ausschluß vom Markt eine größere Unsicherheit empfinden, so daß auch aus dieser Sichtweise keine klare Empfehlung ableitbar ist.

Zur Einschätzung der generellen Bedeutung solcher transaktionskostentheoretischen Analysen ist an dieser Stelle darauf hinzuweisen, daß die oben begründete *Akerlofsche* These von der Gefahr eines Marktversagens auf jede Art von Wissensvorsprung und nicht nur auf „Insiderinformationen“ zu beziehen ist, wie sie Gegenstand der staatlichen Insidergesetzgebungen sind. Die „Insiderinformationen“ der ökonomischen Theorie sind in der Regel alle privaten, d.h. alle nicht öffentlich verfügbaren Informationen. Solche Informationen besitzen aber nicht nur Insider im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes, sondern beispielsweise auch alle Marktteilnehmer, „die beruflich öffentlich zugängliche Informationen aus Jahresabschlüssen, Zwischenberichten bis zur Ad hoc-Publizität studieren“, und die *D. Schneider* treffend als Marktinsider bezeichnet.¹⁵ Wenn die angesprochenen Modelle nun gar keine Unterscheidung in solche Informationen vornehmen, die die anderen Marktteilnehmer nicht besitzen, und in solche, die anderen Marktteilnehmern gar nicht verfügbar sein können, dann wird damit über eine für die Formulierung des Insiderrechts wichtige Fallunterscheidung hinweggegangen. Insbesondere wird im Gesetzgebungsverfahren immer wieder betont, daß Insiderhandelsverbote die typische Wertpapieranalyse und das Portfoliomanagement nicht behindern sollen. „Eine Bewertung, die ausschließlich aufgrund öffentlich bekannter Tatsachen erstellt wird, ist keine Insidertatsache, selbst wenn sie den Kurs von Insiderpapieren erheblich beeinflussen kann.“¹⁶ Im Falle des Ausschlusses der Marktinsider vom Markt könnte der Kapitalmarkt seine Funktionen nicht mehr hinreichend erfüllen. Nicht auf die Gleichheit des Informationsstandes bei allen Marktteilnehmern darf es also ankommen, „sondern auf die Chancengleichheit beim Zugang zu der Information.“¹⁷

14 Vgl. *Dennert, J.*: Insider Trading. In: *Kyklos* 44 (1991), S. 181–202.

15 Vgl. *Schneider*, Fußnote 3, S. 1430.

16 § 13 Abs. 2 des Entwurfs des Gesetzes über den Wertpapierhandel und zur Änderung weiterer Gesetze (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz).

17 *Hopt, K. J.*: Insiderwissen und Interessenkonflikte im europäischen und deutschen

2. Individualschutz und Funktionenschutz

Die juristische Argumentation, Insiderhandel sei aus ethischen Gründen zu verbieten, da er unehrenhaft, unfair, unehrlich und moralisch verwerflich sei, weil Insider Informationen verwerteten, zu denen der legale Zugang den Outsidern verwehrt sei, spielt in der praktischen Auseinandersetzung eine wichtige Rolle: „The primary objective of regulation is to assure an honest market.“¹⁸ Diese Beurteilung wird aber in den ökonomischen Beiträgen typischerweise kaum aufgegriffen, weil übergeordnete Maßstäbe der Fairness bzw. der Ehrenhaftigkeit fehlen. Darüber hinaus wird die Begründung für den Individualschutz, daß Übervorteilungen und Schädigungen einzelner Anleger vermieden werden müßten, seit *Manne*¹⁹ vielfach mit dem Hinweis darauf in Zweifel gezogen, Insiderhandel am anonymen Kapitalmarkt sei ein „victimless crime“. Mißt man nämlich den Schaden an der Differenz zwischen dem „wahren“ Wert und dem tatsächlichen Kurs, dann wird dieser Schaden durch die „Fehlbewertung“ an der Börse verursacht und liegt somit unabhängig von irgendwelchen Insidergeschäften vor. „The insiders’ gain is not made at the expense of anyone. The occasionally voiced objection to insider trading – that someone must be losing the specific money the insiders make – is not true in any relevant sense.“²⁰

Die ökonomische Argumentation zielt daher in der Regel weniger auf den Individualschutz der Kapitalmarktteilnehmer als auf den Funktionenschutz des Kapitalmarktes, d.h. die möglichen Marktwirkungen des Insiderhandels. Es ist aber unverkennbar, daß inhaltlich Individual- und Funktionenschutzargumente in vielen Fällen untrennbar miteinander verbunden sind.

Bankrecht. In: FS für *T. Heinsius*, hrsg. von *F. Kübler, H.-J. Mertens* und *W. Werner*, Berlin 1991, S. 289–322, hier S. 290; vgl. auch ders.: Überlegungen für ein deutsches Insider-Gesetz. In: *Finanzmarkttheorie und Börsenstruktur*, hrsg. von der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Frankfurt a.M. 1992, S. 155–170, hier S. 159.

18 *Schwartz, R. A.*: *Equity Markets. Structure, Trading, and Performance*, New York 1988, S. 502. Bereits der amerikanische Präsident *Roosevelt* begründete die ursprüngliche Insidergesetzgebung in den USA im Jahre 1933 mit diesem Argument: „It should give impetus to honest dealing in securities and thereby bring back public confidence.“ Zitiert nach *Ausubel*, Fußnote 10, S. 1022.

19 Vgl. *Manne, H. G.*: *Insider Trading and the Stock Market*, New York/London 1966.

20 *Manne*, Fußnote 19, S. 61.

3. Informationseffizienz, Liquidität und Kapitalkosten

Die These, Insiderhandel beschleunige die Verbreitung von Informationen, so daß Insiderhandel c.p. eine Verbesserung der Informationseffizienz bewirke, wird kaum bestritten. Informationseffizient ist ein Kapitalmarkt, dessen Kurse alle kursrelevanten Informationen rasch und unverzerrt widerspiegeln. Da Insider früher als andere Marktteilnehmer über kursrelevante Tatsachen informiert sind, tragen ihre Transaktionen zur raschen und richtigen Anpassung der Kurse an den neuen Wissensstand bei. Allerdings wird gelegentlich darauf hingewiesen, daß Insider ihre Kauf- und Verkaufsorders „geräuschlos“ plazieren können, so daß die angenommene Kursreaktion ausbleibt. Durch das geschickte Zurückhalten und Verdecken der Orders, also durch ein strategisches Verhalten der Insider, kann die Umsetzung der Informationen in den Kurs in der Tat verhindert oder zumindest vermindert werden. Technische Aktienanalysen haben beispielsweise u.a. zum Ziel, im Markt „vorsichtig“ umgesetztes Insiderhandeln frühzeitig zu entdecken und auszunutzen. Das ist aber nur möglich, wenn der Markt durch die Insideraktivitäten noch nicht zu einem neuen Gleichgewicht gefunden hat.²¹ Wenn man darüber hinaus berücksichtigt, daß wegen der Insider am Markt der Anreiz vermindert wird, Informationen zu sammeln oder im Research zu produzieren, dann muß nicht einmal zwingend die Informationseffizienz zunehmen, wenn auf ein Insiderhandelsverbot verzichtet wird.

In der Literatur²² wird darauf hingewiesen, daß die Gefahr besteht, daß die Outsider ihr Marktengagement verringern, wenn sie vermuten oder beobachten, daß Insider Informationsvorsprünge zu ihren Lasten ausnutzen. Die Verringerung ihres Marktengagements führt dazu, daß die ihnen zur Verfügung stehenden Informationen nicht mehr in die Wertpapierpreise eingehen mit der Folge, daß sich die Informationseffizienz des Kapitalmarktes verschlechtern kann. Insbesondere wird mit der Verminderung des Marktengagements der Outsider aber eine Verminderung der Marktliquidität einhergehen, was größere Geld-Brief-Spannen sowie höhere Risikoprämien der Aktien und somit ein insgesamt niedrigeres Kursniveau am Aktienmarkt bewirken kann. Niedrigere Kurse bewirken höhere Eigenkapitalkosten der Unternehmen, die

21 Vgl. Ballwieser, W.: Insiderrecht und positive Aktienkurstheorie. In: ZfbF 28 (1976), S. 231–253.

22 Vgl. beispielsweise die bereits zitierten Arbeiten von Ausubel, Fußnote 10, oder King/Roell, Fußnote 12.

zumindest Neuinvestitionen in den Fällen kapitalkostensensitiver Investitionen behindern.²³

Wertpapiertransaktionen auf der Basis privater Informationen, speziell aber auch Insidertransaktionen, können aufgrund des Mißtrauens der übrigen Kapitalmarktteilnehmer zu Kursabschlägen an der Börse und damit zu steigenden Kapitalkosten der Unternehmen führen. Dieser Effekt kann durch eine Liquiditätsminderung verstärkt werden. Die Liquidität der Märkte wird nämlich beeinträchtigt, wenn die Anleger überwiegend liquiditätsorientiert handeln und wegen der Informationsasymmetrie Wohlfahrtsverluste erleiden. Der Rückzug der Outsider vom Markt kann dann die Volatilität der Kurse vergrößern, was wiederum die Risikoprämien der Aktien nach oben treiben würde.

Ein Insiderhandelsverbot kann also die Informationseffizienz und die Liquidität des Marktes verbessern und die Kapitalkosten der Unternehmen investitionsbegünstigend senken. Die definitiven Wirkungen eines Insiderhandelsverbots sind aber nicht eindeutig.

4. Anreizwirkungen des Insiderhandels

Neben den Marktwirkungen sind Anreizwirkungen des Insiderhandels zu berücksichtigen, wenn eine ökonomische Beurteilung des Insiderhandelsverbots vorgenommen werden soll. Bezüglich solcher Anreizwirkungen des Insiderhandels sind zwei Argumentationsketten voneinander zu trennen. Einerseits werden Gewinne aus Insiderhandelsaktivitäten als notwendiger oder zumindest zweckmäßiger Anreiz für ein unternehmerisches Handeln des Managements von Publikumsaktiengesellschaften angesehen, andererseits für die Aktivitäten einiger das Management solcher Gesellschaften kontrollierender Wirtschaftssubjekte.

Bezüglich der Managementanreize wird insbesondere von *Manne* die These vertreten, die Erlaubnis von Insidergeschäften verbessere das Motivations- und Belohnungssystem für Manager von Publikumsgesellschaften, so daß Insiderhandel das „Unternehmertum“ fördere. „... a rule allowing insiders to trade freely may be fundamental to the survival of our corporate system.“²⁴ In der Kritik an *Manne* wird allerdings auf mögliche „perverse incentive“-Probleme hingewiesen, wenn Manager in der Lage sind, Insiderinformationen selber zu „produzieren“. Es

23 Vgl. *Leland, H. E.*: Insider Trading: Should it be Prohibited? In: *Journal of Political Economy* 100 (1992), S. 859–887.

24 *Manne*. Fußnote 19, S. 110.

besteht dann die Gefahr der Überproduktion „schlechter“ Nachrichten, weil diese mit weniger Arbeitseinsatz als „gute“ Nachrichten produziert werden können. „Since insider trading can create perverse incentives for the manager, profits from insider trading cannot be regarded as an efficient compensation scheme.“²⁵ Darüber hinaus wird kritisiert, daß Manager durch ein solches Anreizsystem mehr zum Ausbau ihrer Insideraktivitäten motiviert würden als zu unternehmerischen Entscheidungen und Handlungen. Gegen die Anreizwirkung von Insideraktivitäten wird schließlich geltend gemacht, daß die Chancen des Managements, durch eigene Aktivitäten den Wert der Aktien zu steigern, um Insidergewinne zu realisieren, äußerst gering sind.²⁶

Die positiven Anreizwirkungen für das Management von Publikumsgesellschaften, im Interesse der Anteilseigner zu handeln, können noch aus einem anderen Grund bezweifelt werden. Insider besitzen, wenn man ihre Position in der Sprache der Optionspreistheorie beschreibt, eine Straddleposition, d.h. sie profitieren von besonders heftigen (von ihnen als Insider voraussehbaren) Kursbewegungen in beiden Richtungen. Manager als Unternehmensinsider werden daher an einer vergleichsweise risikoreicheren Geschäftspolitik interessiert sein als die außenstehenden Anteilseigner, in deren Interesse sie eigentlich handeln sollten. Die Erlaubnis, Insidergewinne vereinnahmen zu können, wird also auch dann nicht notwendig zu einer mit den Interessen der Aktionäre kompatiblen Geschäftspolitik führen, wenn, wie gewünscht, die Anreizwirkung bezüglich des unternehmerischen Handels tatsächlich gelingen sollte.

Von *Demsetz*²⁷ stammt die These, daß Insidergewinne einen möglicherweise notwendigen indirekten Ertrag für die „controlling shareholders“ darstellen, also für jene Aktionäre, die als Individuen, Familien oder Institutionen einen erheblichen Aktienanteil an einer Gesellschaft halten und dementsprechend beispielsweise im Aufsichtsrat oder anderen Gremien der Gesellschaft mitwirken. Diese Aktionäre verzichten dafür auf eine breite Diversifikation ihrer Anlagen und übernehmen insoweit hohe unsystematische Risiken. „Insiders bear special costs

25 *Franke, G.*: Inside Information in Bank Lending and the European Insider Directive. In: *European Insider Dealing*, hrsg. von *K. J. Hopt* und *E. Wymeersch*, London 1991, S. 273–286, hier S. 284.

26 Vgl. *Hopt, K. J.*: Europäisches und deutsches Insiderrecht. In: *ZGR* 20 (1991), S. 17–73, hier S. 25.

27 Vgl. *Demsetz, H.*: Corporate Control, Insider Trading, and Rates of Return. In: *American Economic Review* 76 (1986), S. 313–316.

insofar as they are controlling shareholders.“²⁸ Insidergewinne werden von *Demsetz* als Nachteilsausgleich für die mit den Kontrollaktivitäten verbundenen Kosten (mangelnde Diversifikation) angesehen, die im Rahmen expliziter Verträge kaum entlohnt werden könnten. Würde man Insiderhandel wirksam unterbinden, so entfielen der Anreiz zu solchen Kontrollaktivitäten. Die spezielle Wahl der Eigentümerstruktur (breit gestreut oder mit einer gewissen, die Kontrollaktivitäten ermöglichenden Konzentration) wäre als Instrument der Managerkontrolle ausgeschaltet. Ein Insiderhandelsverbot kann also den Anreiz zur Übernahme von Kontrollaktivitäten als Instrument der Managerkontrolle vermindern und somit für die übrigen Kapitalmarktteilnehmer kontrakproduktiv wirken, weil die Interessen der Aktionäre nun weniger durchgesetzt werden als bei Zulässigkeit des Insiderhandels von Marktteilnehmern mit nennenswerten Beteiligungen am Kapital des Emittenten. In der Literatur wird der Einfluß der Kontrollaktivitäten der Klein- und Großaktionäre unterschiedlich bewertet und damit dem Argument von *Demsetz* unterschiedliches Gewicht beigelegt.²⁹ Unabhängig davon könnte der Anreiz für Kontrollaktivitäten von Insider-Großaktionären von der Insidergesetzgebung dadurch ausgenommen werden, daß der Pakethandel ausdrücklich vom Insiderhandelsverbot befreit würde.³⁰

IV. Differenzierung des Informationszugangs

In den ökonomischen Gleichgewichtsmodellen wird die These begründet, es könne ökonomisch sinnvoll sein, alle Handelsformen auf der Basis von Informationsvorsprüngen (informed speculation) zu verbieten. Für den privaten Anleger besteht in der Tat kein Unterschied, ob er seine Kauf- oder Verkaufsorders gegen Orders auf der Basis einer „Insiderinformation“ oder der Information eines „Marktinsiders“ durchsetzen muß. Gegen ein Verbot des Handels auf der Basis von „Marktwissen“ spricht aber, daß gerade die Marktinsider die Funktion haben, diffus verstreute oder schwer zu analysierende Informationen zu sammeln, zu verarbeiten und zu verwerten, um so die Informationseffizienz des Marktes und damit die Attraktivität des Marktes für die Outsider zu verbessern. Marktinsider sorgen insoweit dafür, daß Ak-

28 *Demsetz*, Fußnote 27, S. 315. Kritische Anmerkungen zur Vorgehensweise wie zu den empirischen Belegen der Kontrollaktivitäten findet man bei *Schörner*, Fußnote 8, S. 239–246.

29 Vgl. *Schörner*, Fußnote 8, S. 245 f.

30 Das wird für die Überarbeitung des Finanzmarktförderungsgesetzes von der Praxis gefordert. Vgl. *Jütten*, Fußnote 1, S. 603.

tenmärkte möglichst informationseffizient sind, zumindest in der „semi strong form“. Aus diesem Grund wird das gesetzliche Insiderhandelsverbot nicht auf „private“ Informationen, sondern nur auf „echte“ Insiderinformationen bezogen, zu denen die Mehrzahl der Marktteilnehmer prinzipiell keine Zugangsmöglichkeit besitzt.³¹

Das gesetzliche Insiderhandelsverbot soll prinzipiell also den gleichen Informationszugang für alle Handelspartner gewährleisten. Marktteilnehmer mit einem „besseren“ Informationszugang sollten vom Handel ausgeschlossen werden bzw. ihre Informationen vor dem Handel preisgeben müssen. Ein Handel ist nach dieser Regelung bei bestehendem Informationsgefälle dann erlaubt, wenn die Information „im Prinzip“ von den anderen Marktpartnern erlangt werden könnte. Damit bleiben insbesondere Orders auf der Basis von Research Aktivitäten (Marktinsiderwissen) zulässig, während Handelsaktivitäten der Unternehmensinsider verboten sind.

Diese Konsequenz der „equal access to information rule“ begünstigt die Finanzintermediäre als Marktinsider zu Lasten der Unternehmensinsider und möglicher Sekundärinsider, denen der Handel untersagt wird. „To disqualify managers from trading is to pass the information advantage to brokers, investment banks, and others on the Street.“³² Welche Folgewirkungen diese Chancenumverteilung mit sich bringt, läßt sich nur schwer abschätzen. Nur eine sehr konsequente Anwendung des Gebots der ad hoc-Publizität als Vehikel, den Informationsvorsprung

31 Als Substitut eines Insiderhandels am Aktienmarkt können auch entsprechende Transaktionen am Optionsmarkt gelten. *Hecker, R.*: Informationsgehalt von Optionspreisen. Eine empirische Untersuchung der Preisbildung am Markt für Kaufoptionen im Vorfeld abnormaler Kursbewegungen am Aktienmarkt, Heidelberg 1993, weist darauf hin, daß sich die Vorteilhaftigkeit von Optionen im Vergleich zum Aktienengagement daraus ergibt, daß dem Insider nur begrenztes Kapital zur Verfügung steht. In diesem Fall ist für die mit dem Optionsengagement erzielbare Hebelwirkung von Bedeutung, daß einer Kursveränderung des Basiswertes um einen bestimmten Prozentsatz eine stärkere Veränderung des Optionswertes entspricht. Der Insider wird daher eine Umsetzung seines Wissens am Optionsmarkt präferieren. Vgl. auch *Wenger, E./Hecker, R./Gais, M.*: Interdependenzen zwischen der Preisbildung am Aktien- und Optionsmarkt. In: Empirische Kapitalmarktforschung, hrsg. von *W. Bühler, H. Hax* und *R. Schmidt*, Sonderheft 31/1993 der ZfbF, Düsseldorf/Frankfurt a.M. 1993, S. 131–167, die feststellen, daß im Sinne der Insiderhypothese aufgrund des Befundes viel für die Vermutung spricht, daß Handelsaktivitäten am Optionsmarkt zu einer Beschleunigung der Informationsverarbeitung am Aktienmarkt führen können.

32 *Easterbrook, F. H./Fischel, D. R.*: *The Economic Structure of Corporate Law*, Cambridge, Mass. 1991, S. 262.

der Marktinsider möglichst weitgehend zu begrenzen, kann die Chanzenverteilung zugunsten der Finanzintermediäre rechtfertigen.

Einzelne Autoren möchten das Insiderhandelsverbot auf Transaktionen beschränken, bei denen im Zuge des Wertpapierhandels Treuepflichten verletzt werden (Informationsdiebstahl). Eine solche Verletzung von Treuepflichten wäre beispielsweise dann zu konstatieren, wenn das Unternehmensmanagement, das im Interesse der Eigentümer handeln soll, zum eigenen Vorteil Insidergeschäfte vornimmt, ohne daß dies den Aktionären bewußt ist. Daher ist vorgeschlagen worden, bei einem grundsätzlichen Insiderhandelsverbot der Hauptversammlung die Entscheidung darüber zu belassen, ob das Management Insiderhandelsaktivitäten durchführen darf oder nicht (Derogationsvorbehalt).³³ Ökonomische Argumente sprechen durchaus für diesen Vorschlag, weil die Marktwirkungen des Insiderhandels bei den Unternehmen je nachdem sehr unterschiedlich sein können, ob die Unternehmen kapitalkostensensitive Investitionen vornehmen oder nicht. Der Vorschlag hat aber den Nachteil einer nur schwer zu durchschauenden Segmentierung der am Markt umlaufenden Aktien nach der Erlaubnis oder dem Verbot von Insidergeschäften.³⁴

Im übrigen ist denkbar, daß die sozialen Nettoerträge eines Insiderhandelsverbots für den Aktienmarkt insgesamt positiv sind, daß derselbe Zusammenhang für Schuldverschreibungen aber nicht gilt. Kreditinstitute sind nämlich in der Lage, mögliche Insiderinformationen im Bereich der Fremdkapitaltitel auch anderweitig zu verwerten, d.h. im Bereich der nicht börsengehandelten Finanztitel. Im Bereich der Buchforderungen ist Insiderwissen ein alltägliches und erstrebenswertes Gut: „Thus banks act heavily on inside information. Nobody has questioned this so far.“³⁵ Den Kreditinstituten stehen durch die Buchforderungen eine Reihe von Substituten in Form von Kreditkündigungsmöglichkeiten, Sicherheitenverstärkungen etc. zur Verwertung ihrer Insiderkenntnisse zur Verfügung. Würde man diese Substitute unterbinden, wäre wegen der damit verbundenen Verschlechterung der Bonitätslage der Banken und damit der Beeinträchtigung der Stabilität des Bankensystems eine neue Dimension in der Beurteilung des Insiderhandels zu beachten.

33 Vgl. *Schmidt, H.*: Insider Regulation and Economic Theory. In: *European Insider Dealing*, hrsg. von *K. J. Hopt* und *E. Wymeersch*, London 1991, S. 21–38, hier S. 38.

34 Vgl. auch *Weber, W.*: Insider-Handel, Informationsproduktion und Kapitalmarkt – eine institutionenökonomische Analyse, Diss. Frankfurt a.M. 1993, S. 220.

35 *Franke*, Fußnote 25, S. 274.

V. Ergebnis

Seit der etwa 1988 vollzogenen „Kehrtwende“ in der Praxisbeurteilung eines Insiderhandels in der Bundesrepublik Deutschland sind Fragen der Wettbewerbswirkung von Regulierungen zum zentralen Beurteilungskriterium gemacht worden. Das Gütesiegelargument der Forderung eines Insiderhandelsverbots von heute weicht dabei wesentlich von dem in den siebziger Jahren angeführten grundsätzlichen Argument ab, daß nur durch ein staatliches Verbot (und nicht durch eine freiwillige Selbstkontrolle) ein „allgemeines Unrechtsbewußtsein“ erzeugt werden könne. Man kann aber auch eine weitergehende ökonomische Begründung für die „Kehrtwende“ in der Behandlung des Insiderproblems ausmachen. Eine striktere Regulierung des Insiderhandels wurde im Laufe der Zeit nämlich immer mehr dadurch zum Thema, daß die Bedeutung der portfoliomotivierten und liquiditätsorientierten Aktienkäufer für die Börse zunahm. Solange an einem Markt die langfristigen orientierten Anleger dominieren, erscheint eine Insiderregelung weniger bedeutsam, weil es bei einem langfristigen Engagement kaum darauf ankommt, ob der Einstiegs- oder Ausstiegspreis (etwas) verzerrt ist. Bei den kontinentaleuropäischen, eher längerfristig orientierten Märkten konnte man daher länger ohne restriktive Insiderregelung auskommen als in den angelsächsischen und den modernen Märkten, die durch die Wertpapieranlagen der institutionellen Investoren charakterisiert sind. Diese sind wesentlich „liquidity driven“ und müssen daher darauf achten, daß sie zu den nicht voraussehbaren Ein- und Ausstiegszeitpunkten jeweils zu fairen Preisen abschließen können. Auch die Teilnahme an den Terminbörsen ist mit erheblichen Risiken verbunden, wenn andere Marktteilnehmer einen deutlich besseren Informationsstand aufweisen. Darüber hinaus hat sich die Einstellung der Anleger zur Aktienanlage gewandelt. Bis in die siebziger Jahre konnte die Aktienanlage im Sinne des Stockpicking als ein Spiel um die besseren Informationen aufgefaßt werden. Dabei wurde als Spielregel akzeptiert, daß es Anleger mit noch besserem Informationsstand, aber auch Anleger mit schlechterem Informationsstand gibt. Der heute überwiegende Asset Allocation Ansatz geht dagegen davon aus, daß die Performance eines Portefeuilles in erster Linie durch die langfristige Zusammenstellung des Portefeuilles im Sinne einer Über- oder Untergewichtung verschiedener Asset-Klassen bestimmt wird. In einem solchen Ansatz passen Informationsvorsprünge einzelner Marktteilnehmer nicht gut ins Bild: die langfristigen orientierten Anleger fühlen sich durch Marktteilnehmer, die Informationsvorsprünge besitzen, eher betrogen als früher. Insoweit kann auch der empfohlenen buy and hold-Strategie nicht bei-

getreten werden. Sie schützt weder davor, daß in eine überbewertete Anfangsausstattung investiert wird, noch verhindert sie, bei einer notwendigen Portefeuilleanpassung zu vergleichsweise niedrigen Kursen verkaufen zu müssen.

Trotz der zwiespältigen theoretischen Untermauerung eines Insiderhandelsverbots scheint der Ansatz des Finanzmarktförderungsgesetzes gut begründet zu sein. Ökonomische Vorteile eines Insiderhandelsverbots sind nachweisbar. Situationsvergleiche mit unterschiedlich breit ausgelegten Verbotsregeln führen allerdings nicht zu einer eindeutigen Rangordnung. Es lassen sich aber Begünstigte und Benachteiligte unterschiedlicher Verbotsformulierungen ausmachen. Es läßt sich die These vertreten, daß die Begünstigten des im Finanzmarktförderungsgesetz durchgesetzten Insiderhandelsverbots in der Tendenz die Finanzintermediäre und jene Marktteilnehmer sind, die für die Börsen als Umsatzträger selbst seit geraumer Zeit die größte Bedeutung gewonnen haben.