

# Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie

herausgegeben von

Philipp Herder-Dorneich  
Karl-Ernst Schenk  
Dieter Schmidtchen

13. Band

Neue Politische Ökonomie der  
Regulierung, Deregulierung und Privatisierung



J. C. B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen 1994

Manuskripte sind zu richten an die Herausgeber und den Verlag.

Es wird davon ausgegangen, daß es sich bei eingereichten Manuskripten um unveröffentlichte Originalbeiträge handelt, die nicht anderwärts zur Veröffentlichung vorgelegt worden sind. Für Verlust oder Schädigung eingesandter Manuskripte übernehmen die Herausgeber und der Verlag keine Haftung.

Literaturhinweise bitte wie im vorliegenden Band.

*Die Deutsche Bibliothek – CIP-Einheitsaufnahme*

*Jahrbuch für Neue Politische Ökonomie.* – Tübingen: Mohr.  
Erscheint jährl. – Aufnahme nach Bd. 13 (1994)  
ISSN 0722-5369

Bd. 13. Neue politische Ökonomie der Regulierung,  
Deregulierung und Privatisierung. – 1994

*Neue politische Ökonomie der Regulierung, Deregulierung und  
Privatisierung.* – Tübingen: Mohr, 1994  
(Jahrbuch für neue politische Ökonomie: Bd. 13)  
ISBN 3-16-146286-6

© 1994 J. C. B. Mohr (Paul Siebeck) Tübingen.

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde gesetzt aus der Times Roman und gedruckt von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständigem Papier der Papierfabrik Niefern. Den Einband besorgte die Großbuchbinderei Heinr. Koch, Tübingen.

ISSN 0722-5369

# Inhalt

Vorwort der Herausgeber . . . . .	V
KARL-ERNST SCHENK (HAMBURG): Einleitung . . . . .	1

## Teil I:

### *Ökonomie des Rechts und der Interaktionsbeziehungen von Regulierungsorganen*

DIETER SCHMIDTCHEN und HANS-JÖRG SCHMIDT-TRENZ (SAARBRÜCKEN): Theorie optimaler Rechtsräume – Die Regulierung sozialer Beziehun- gen durch die Kontrolle von Territorien . . . . .	7
Kommentar von WINAND EMONS (BERN) . . . . .	30
Kommentar von INGO PIES (EICHSTÄTT) . . . . .	32
BERNARD STEUNENBERG (TWENTE): Regulatory Policymaking in a Parlia- mentary Setting . . . . .	36
Comment by HEINZ GROSEKETTLER (MÜNSTER) . . . . .	58
Comment by MANFRED J. HOLLER (HAMBURG) . . . . .	66
KARL-ERNST SCHENK und ARNE S. KLINDT (HAMBURG): Sanierung durch Privatisierung in Ostdeutschland – Eine institutionenökonomische Analyse der Engpaßfaktoren . . . . .	72
Kommentar von FRIEDRICH SCHNEIDER (LINZ) . . . . .	104
Kommentar von CHRISTIAN WATRIN (KÖLN) . . . . .	108

## Teil II:

### *Sektorale Regulierung, Deregulierung und Privatisierung*

ARNOLD PICOT und HELMUT DIETL (MÜNCHEN): Informations(de)regulie- rung am Kapitalmarkt aus institutionenökonomischer Sicht . . . . .	113
Kommentar von MATHIAS ERLEI (MÜNSTER) . . . . .	139
Kommentar von EVA TERBERGER (HEIDELBERG) . . . . .	143

KLAUS ZIMMER (HAMBURG): Institutioneller Wettbewerb versus Ex-ante-Harmonisierung: Die Sicherung von Bankeinlagen . . . . .	149
Kommentar von REINHARD H. SCHMIDT (FRANKFURT) . . . . .	175
HANS-JÜRGEN EWERS (MÜNSTER): Privatisierung und Deregulierung bei den Eisenbahnen – Das Beispiel der Deutschen Bundesbahn und der Deutschen Reichsbahn . . . . .	178
Kommentar von GÜNTER KNEIPS (FREIBURG) . . . . .	209
BERNHARD W. WIELAND (KÖLN): Regulierung und Industriepolitik in der Europäischen Film- und Fernsehindustrie . . . . .	211
Kommentar von FRIEDRICH SCHNEIDER (LINZ) . . . . .	235
CHARLES B. BLANKART und GÜNTER KNEIPS (BERLIN/FREIBURG): Das Konzept der Universaldienste im Bereich der Telekommunikation . . . . .	238
Kommentar von JÜRGEN MÜLLER (BERLIN) . . . . .	254
Kommentar von BERNHARD W. WIELAND (KÖLN) . . . . .	257
Namensregister . . . . .	265
Verzeichnis der Autoren und der Herausgeber . . . . .	269

# Informations(de-)regulierung am Kapitalmarkt aus institutionenökonomischer Sicht

von

ARNOLD PICOT und HELMUT DIETL

## *1. Einführung*

Die Hauptaufgabe des Kapitalmarktes besteht darin, die knappen Kapitalmittel ihrer jeweils nutzbringendsten Verwendungsmöglichkeit zuzuführen. Inwieweit es gelingt, diese Aufgabe zu erfüllen, hängt von der Koordinationseffizienz des Kapitalmarktes ab. Solange prohibitiv hohe Koordinationskosten rentablere Kapitalanlagen verhindern, bleibt das Allokationsziel unerreicht. Eine rentablere Kapitalanlage lohnt sich erst dann, wenn der Rentabilitätszuwachs höher als die mit der Kapitalanlage verbundenen Koordinationskosten ist. Allokationseffizienz setzt somit Koordinationseffizienz voraus.

Koordinationskosten entstehen infolge unvollkommener Information. Eine Welt, in der jeder alles weiß, kennt keine Koordinationsprobleme. Sobald die Informationen unter den Kapitalmarktteilnehmern ungleich verteilt sind, bedarf es wirtschaftlicher Institutionen, um entweder die Informationsasymmetrien selbst oder die mit ihnen verbundenen Freiräume für opportunistisches Verhalten zu verringern.

Obwohl sich effizienzfördernde Institutionen allein aufgrund des Eigeninteresses der Marktteilnehmer freiwillig herausbilden können, dienen die genannten Informationsprobleme häufig als Legitimationsgrundlage staatlicher Regulierung. Ob und falls ja in welchem Umfang der Staat durch gesetzlichen Zwang am Kapitalmarkt informationsregulierend eingreifen soll, wird im folgenden aus institutionenökonomischer Sicht anhand zweier Beispiele, schwerpunktmäßig des Insiderhandels (Kapitel 2) sowie ergänzend der Informationsveröffentlichung und Wirtschaftsprüfung (Kapitel 3), untersucht.

## *2. Insiderhandel*

In seiner weitesten Fassung bezeichnet der Insiderhandel alle Kapitalmarkttransaktionen, die aufgrund noch nicht publizierter kursrelevanter Informationen getätigt werden.<sup>1</sup> Insiderhandel wird vielerorts als schädlich eingestuft und mittels gesetzlicher Verbote zu verhindern gesucht. Die in der Bundesrepublik

---

<sup>1</sup> Diese Definition liegt z. B. der US-amerikanischen Insiderregulierung zugrunde. Vgl. zur Problematik der Begriffsbestimmung z. B. ENGEL (1991), S. 390 ff.

Deutschland bislang vorherrschende freiwillige Selbstbeschränkung muß im Zuge der europäischen Integration demnächst einem generellen Insiderhandelsverbot weichen.<sup>2</sup> Nicht zuletzt aus diesem Anlaß stellt sich die Frage nach den ökonomischen Vor- und Nachteilen einer staatlichen Regulierung des Insiderhandels.

Die ökonomischen Folgen einer staatlichen Insiderregulierung lassen sich nicht pauschal bestimmen. Um ein fundiertes Urteil fällen zu können, ist eine differenzierte Wirkungsanalyse erforderlich, die alle von der Insiderregulierung betroffenen Bereiche des Kapitalmarktgeschehens erfaßt (2.1).

Aufbauend auf den Ergebnissen der Wirkungsanalyse werden anschließend praktische Gestaltungsempfehlungen abgeleitet (2.2).

## 2.1 Wirkungsanalyse

Im Rahmen der Wirkungsanalyse werden die Folgen des Insiderhandels im Vergleich zu einem wirksamen Insiderhandelsverbot auf die Informationseffizienz des Kapitalmarktes, die Kapitalmarktliquidität, das Unternehmertum, politische, administrative und juristische Entscheidungen sowie die Höhe der Agency-Kosten untersucht.

### 2.1.1 Informationseffizienz

Kapitalmarktpreise erfüllen stets zwei Funktionen<sup>3</sup>. Zum einen sorgen sie für den Ausgleich von Angebot und Nachfrage, zum anderen aggregieren und übermitteln sie Informationen. Während der Preismechanismus unabhängig von den geltenden Insiderregeln eine Markträumung bewirkt, haben Insiderhandelsverbote erhebliche Auswirkungen auf die Informationseffizienz des Kapitalmarktes.

Die Kapitalmarkttheorie hat eine Reihe absoluter Kriterien für die Beurteilung der Informationseffizienz von Kapitalmärkten entwickelt. Am bekanntesten ist das Effizienzkriterium von Fama<sup>4</sup>, das in seiner strengsten Form einen Kapitalmarkt immer dann als informationseffizient bezeichnet, wenn in den Marktpreisen alle verfügbaren Informationen enthalten sind. Wäre dieses Kriterium erfüllt, müßten alle Informationen kostenlos zur Verfügung stehen<sup>5</sup>. So-

---

<sup>2</sup> Vgl. hierzu die vom Rat der EG am 13.11. 1989 verabschiedete Richtlinie zur Koordinierung der Vorschriften betreffend die Insider-Geschäfte (89/592/EWG). Eine englische Fassung dieser Richtlinie findet man bei HOPT/WYMEERSCH (1991), S. 383 ff.

<sup>3</sup> Vgl. STIGLITZ (1981), S. 244.

<sup>4</sup> Vgl. FAMA (1970), S. 383.

<sup>5</sup> Vgl. GROSSMAN/STIGLITZ (1976), (1980).

bald die Informationssuche mit Kosten verbunden ist, werden Informationen nur dann aufgespürt, wenn der hieraus resultierende Informationsvorsprung Arbitragegewinne verspricht. Arbitragegewinne sind wiederum nur in einem Kapitalmarkt möglich, dessen Preise noch nicht alle verfügbaren Informationen aggregieren.

Aufgrund der Existenz von Informationskosten sind absolute Effizienzkriterien für die Beurteilung institutioneller Rahmenbedingungen des Kapitalmarktes ungeeignet. Institutionelle Regelungen dürfen nicht danach bewertet werden, inwieweit sie zu einer vollständigen Information aller Kapitalmarktteilnehmer beitragen. Beurteilungsgrundlage muß vielmehr die Differenz aus erzieltm Informationsnutzen und verursachten Informationskosten sein. Die Abkehr von der Informationsmaximierung hin zur Informationsoptimierung läßt nur noch einen relativen Effizienzvergleich alternativer institutioneller Regelungen zu. Von mehreren möglichen institutionellen Rahmenbedingungen ist diejenige effizient, bei der die Differenz aus Informationsnutzen und Informationskosten den größten Wert annimmt.

Die Kapitalmarktpreise aggregieren zwei Arten von Informationen: ereignisbezogene und wirkungsbezogene Informationen<sup>6</sup>. Zur ersten Kategorie gehören alle Informationen, die sich auf den Eintritt kursrelevanter Ereignisse beziehen. Beispiele hierfür sind Informationen über Forderungsausfälle, unternehmensinterne Erfindungen, neue Erdölvorkommen, bevorstehende Leitzinsänderungen, Nachfrageverschiebungen, Übernahmepläne und Subventionszusagen. Ereignisbezogene Informationen enthalten keinen unmittelbaren Hinweis auf Art und Umfang der zu erwartenden Kursbewegungen. Um die bevorstehenden Kursänderungen korrekt antizipieren zu können, bedarf es wirkungsbezogener Informationen. Wirkungsbezogene Informationen haben den Charakter von Wenn-Dann-Aussagen (z. B.: wenn ein Übernahmeangebot für ein Unternehmen unterbreitet wird, dann steigen die Aktienkurse des betreffenden Unternehmens). Sie können auf theoretischen Modellen, langjähriger Erfahrung oder purer Intuition beruhen und zu komplexen Wirkungsketten zusammengefaßt werden. Zur Realisierung von Insidergewinnen ist immer eine Kombination aus beiden Informationskategorien notwendig.<sup>7</sup>

Mit Hilfe wirkungsbezogener Informationen kann der Spezifitätsgrad ereignisbezogener Informationen ermittelt werden. Ereignisbezogene Informationen sind allgemeiner Natur, wenn sie, wie z. B. Einkommensteuererhöhungen, die Kursbewegungen einer Vielzahl von Kapitalmarktpapieren beeinflussen.

---

<sup>6</sup> Vgl. hierzu auch SCHMIDT (1984), S. 342ff., der zwischen „event information“ und „model information“ unterscheidet. Die von MANNE (1966), S. 47ff., eingeführte Trennung zwischen „first-“ und „second-category information“ deckt sich nicht mit der hier vorgeschlagenen Systematisierung.

<sup>7</sup> In Analogie zum Subsumtionsmodell der Erklärung entsprechen ereignisbezogene Informationen den Antezedensbedingungen, wirkungsbezogene Informationen den Gesetzhypothesen.

Demgegenüber besitzen hochspezifische ereignisbezogene Informationen nur für ein Wertpapier Kursrelevanz. Ein Beispiel hierfür wären Informationen über einen bevorstehenden Großauftrag für ein börsennotiertes Bauunternehmen. Mittlere Spezifitätsgrade weisen ereignisbezogene Informationen auf, die eine Antizipation der Kursentwicklung einer Gruppe von Wertpapieren ermöglichen (z. B. Informationen über die Verschärfung der Sicherheitsvorschriften in der Chemieindustrie).

Spezifische ereignisbezogene Informationen haben die Eigenschaften privater Güter. Die Strategie der Geheimhaltung ermöglicht ein Mindestmaß an Ausschließbarkeit. Zudem verliert die Information durch Nutzung an Wert. Besteht kein Insiderhandelsverbot, schaffen die im Verhältnis zum Kapitaleinsatz relativ hohen Kursgewinne in Verbindung mit der Möglichkeit, andere durch Geheimhaltung von der Informationsnutzung auszuschließen, genügend Anreize, Kosten, insbesondere Zeit und Mühe, für das Aufspüren spezifischer ereignisbezogener Informationen in Kauf zu nehmen. War die Informationssuche erfolgreich, wird der Insider die Information zunächst geheimhalten und die seinem Informationsvorsprung entsprechenden Kapitalmarkttransaktionen tätigen. Hierdurch wird bereits ein Teil seines Informationsvorsprungs vom Kapitalmarktpreis absorbiert.

In der Regel reicht das dem Insider zur Verfügung stehende Kapital jedoch nicht aus, sich den gesamten Informationswert anzueignen und das Informationsdefizit des Marktpreises vollständig zu beseitigen. Der Insider könnte nun versuchen, sich einen Teil des verbleibenden Informationswertes anzueignen, indem er die Information weiterverkauft und Dritten gegenüber vorläufig noch geheimhält. Diese Vorgehensweise ist für den Insider dann vorteilhaft, wenn der Verkaufspreis der Information höher ist als die Kosten der verzögerten Gewinnrealisierung. Ist dies nicht der Fall, hat der Insider einen Anreiz, die Information umgehend zu veröffentlichen, um Kursgewinne realisieren zu können. Eine weitere Geheimhaltung verbunden mit dem Versuch, steuerfreie Gewinne zu erzielen, wäre zu riskant, da in der Zwischenzeit neue Ereignisse eintreten können, die den Marktpreis unter Umständen in die entgegengesetzte Richtung beeinflussen.

Aber auch dann, wenn der Insider seine Information weiterverkaufen möchte und sie deshalb vorläufig geheimhält, bleibt das Informationsdefizit der Kapitalmarktpreise nur kurzfristig bestehen. Dies hat zwei Gründe. Zum einen finden nach einem Informationsverkauf zusätzliche Kapitalmarkttransaktionen statt, die den Informationsgehalt der Marktpreise erhöhen. Zum anderen steht nun auch der Informationskäufer vor der Wahl, die erhaltene Information weiterzuverkaufen oder rasch zu veröffentlichen. Zu einer weiteren Geheimhaltung kommt es nur, wenn beide, Primär- und Sekundärinsider, beabsichtigen, die Information weiterzuverkaufen. Da der Informationswert mit zunehmender Nutzung der Information sinkt, steigt die Attraktivität der Informationsveröffentlichung mit der Anzahl der „Insider“.



Selbst wenn es trotz des Informationsbewertungsparadoxons<sup>8</sup> zu einem über mehrere Stufen funktionierenden Markt für Insiderinformationen kommen sollte, erhöhen die mit jeder Informationsnutzung verbundenen Kapitalmarkttransaktionen den Informationsgehalt der Kapitalmarktpreise.

Die Gefahr der Verbreitung falscher Informationen<sup>9</sup> ist in diesem Zusammenhang ebenfalls gering. Sofern ein Markt für Insiderinformationen zustande kommt, besteht zwar wegen der Informationsasymmetrie zwischen Informant und Informationskäufer ein Anreiz, Fehlinformationen zu verkaufen. Auf Fehlinformationen werden allerdings nur unvorsichtige bzw. unerfahrene Marktteilnehmer hereinfließen. Ein vorsichtiger bzw. erfahrener Marktteilnehmer wird in Kenntnis seines Informationsnachteils am Marktgeschehen nur dann teilnehmen, wenn sich das Risiko, Fehlinformationen einzukaufen, wirksam eingrenzen läßt (z. B. durch die Reputation des Informanten). Da die unvorsichtigen Marktteilnehmer mittelfristig ausscheiden, kommt es entweder zu einem Zusammenbruch des Marktes für Insiderinformationen, oder im Marktgeschehen verbleiben auf Dauer nur vorsichtige Marktteilnehmer. Unter Berücksichtigung dieser Aspekte besteht keine Gefahr andauernder Informationsdefizite. Der Preismechanismus und die Attraktivität der Gewinnrealisierung durch Informationsveröffentlichung sorgen für eine rasche Informationsdiffusion.<sup>10</sup>

Wird das Nutzungsrecht spezifischer ereignisbezogener Informationen durch ein Insiderhandelsverbot wirksam eingeschränkt, vermindert sich aufgrund des Problems positiver externer Effekte die Attraktivität der Informationssuche. Der Informationssuchende muß die Suchkosten in voller Höhe selbst tragen, ist am Informationsnutzen infolge des Insiderhandelsverbots aber nur unzureichend beteiligt. Die Informationssuche lohnt sich deshalb nicht. Die mit einem Insiderhandel verbundene Möglichkeit, einen Teil des Informationsnutzens zu internalisieren, entfällt durch wirksame Insiderhandelsverbote. Insiderhandelsverbote reduzieren folglich den Umfang aufgedeckter Informationen. Zudem wird in einigen Fällen die Informationsverbreitung hinausgezögert, da ein Teil der Veröffentlichungsanreize verloren geht und zudem die alleinige Diffusion über den Preismechanismus unterbunden ist. Es ist sogar zu befürchten, daß ein Teil der Insidern bekanntgewordenen spezifischen ereignisbezogenen Informa-

---

<sup>8</sup> Als Informationsbewertungsparadoxon bezeichnet man das auf Informationsmärkten auftretende Bewertungsproblem. Um den Wert einer Information bestimmen zu können, muß man den Informationsinhalt kennen. Sobald man den Informationsinhalt kennt, erübrigt sich dessen Bewertung, da man die Information nicht mehr kaufen muß; vgl. ARROW (1971), S. 152.

<sup>9</sup> Die These, das Recht auf Insiderhandel schaffe einen Anreiz, falsche Informationen zu verbreiten, wird z. B. von ROSS (1979), S. 185, vertreten.

<sup>10</sup> Die Behauptung, der Insiderhandel führe zu einer Verzögerung der Informationsveröffentlichung und beeinträchtige auf diese Weise die Informationseffizienz des Kapitalmarktes (vgl. SCHOTLAND 1967, S. 1448f.), ist somit nicht haltbar. Abgesehen davon, daß es dieser Behauptung offensichtlich an empirischer Relevanz fehlt (vgl. DOOLEY 1980, S. 34) ignoriert sie die Informationsdiffusion via Preismechanismus.

tionen den Kapitalmarkt nie erreicht. Hat ein Unternehmen beispielsweise entdeckt, erhebliche Fehlinvestitionen getätigt zu haben, wird es versuchen, diese Information geheimzuhalten, um entsprechende Nachteile (z. B. Kurseinbrüche) zu verhindern. Ein zulässiger Insiderhandel würde hingegen dafür sorgen, daß die Information zumindest teilweise in den Aktienkurs eingeht. Darüber hinaus hätten Finanzanalysten einen Anreiz, nach derartigen Informationen zu suchen, entsprechende Kapitalmarkttransaktionen zu tätigen und die Informationen anschließend zu veröffentlichen.

Die bisherige Argumentation bezog sich auf spezifische ereignisbezogene Informationen, bei denen die potentiellen Kursgewinne eines Insiderhandels im Verhältnis zum Kapitaleinsatz relativ hoch sind. Wirkungsbezogene und allgemeine ereignisbezogene Informationen sind für eine Vielzahl von Kapitalmarktpapieren kursrelevant. Demzufolge sind die mit einem bestimmten Kapitaleinsatz durch Insiderhandel erzielbaren Kursgewinne i. d. R. verhältnismäßig gering. Die Gefahr, daß die aufgrund der Informationen zu erwartenden Kursbewegungen durch andere Einflüsse konterkariert werden, ist relativ hoch. Ein erfolgreicher Insiderhandel setzt somit einen hohen Kapitaleinsatz verbunden mit einer breiten Risikostreuung voraus. Hierzu sind nur die institutionellen Anleger in der Lage. Sie wären bei freiem Insiderhandel auch bereit, für Insiderinformationen einen ihren Anlagemöglichkeiten entsprechenden Preis zu bezahlen. Ein stabiler Markt für wirkungsbezogene und allgemeine ereignisbezogene Informationen wird sich aufgrund des Informationsparadoxons jedoch nur in den Fällen etablieren, in denen der Informant infolge langfristiger Informationstätigkeit eine hohe Reputation erworben hat, die er dem Informationskäufer als Pfand für den ungewissen Informationswert anbieten kann<sup>11</sup>.

Die im Verhältnis zum Kapitaleinsatz relativ geringen Kursgewinne und die eingeschränkten Verkaufsmöglichkeiten führen dazu, daß sich im Gegensatz zu spezifischen ereignisbezogenen Informationen bei wirkungsbezogenen und allgemeinen ereignisbezogenen Informationen mit Hilfe des Insiderhandels nur ein kleiner Teil der aus einer erfolgreichen Informationssuche resultierenden positiven externen Effekte internalisieren läßt. Die Nachteile eines Insiderhandelsverbots sind hier also geringer.

Insgesamt betrachtet ist das Recht auf Insiderhandel gegenüber einem wirksamen Insiderhandelsverbot informationseffizient. Die Nachteile eines wirksamen Handelsverbots sind bei spezifischen Informationen höher als bei unspezifischen.

---

<sup>11</sup> Zur Bedeutung der Reputation als Pfand für mögliche Qualitätsunsicherheiten vgl. SPREMANN (1988), S. 618ff.

### 2.1.2 Marktliquidität

Die Marktliquidität beschreibt das Ausmaß der Kontinuität und Tiefe eines Marktes<sup>12</sup>. Die Marktcontinuität ist zeitraumbezogen. Sie ist um so höher, je geringer die Preisdifferenzen zwischen den durchgeführten Transaktionen ausfallen. Die Markttiefe ist zeitpunktbezogen. Sie wächst mit der Anzahl von Käufern und Verkäufern, die bereit sind, knapp unterhalb bzw. oberhalb des gegenwärtigen Marktpreises zu tauschen.

Eine hohe Marktliquidität erhöht die Attraktivität der gehandelten Güter, indem sie die Nachteile liquiditätsbedingter Verkäufe mindert.

Wird jeglicher Insiderhandel durch wirksame Verbote ausgeschaltet, reagieren die Marktpreise erst nach der Informationsveröffentlichung auf die veränderten Gegebenheiten durch entsprechende Kurssprünge oder -verluste. Demgegenüber trägt der Insiderhandel zu einer kontinuierlichen Preisanpassung bei, da der Marktpreis bereits vor dem Veröffentlichungszeitpunkt einen Teil der Informationen absorbiert. So gesehen wirkt der Insiderhandel zunächst kontinuieritätsfördernd.

Es darf allerdings nicht übersehen werden, daß der Anreiz, Insidergewinne erzielen zu können, zur Aufdeckung von Informationen führt, die bei Vorliegen wirksamer Insiderhandelsverbote nicht aufgedeckt und veröffentlicht worden wären. Die hierdurch induzierte Wirkung auf die Kontinuität des Kapitalmarktes läßt sich nicht eindeutig bestimmen. Die zusätzlichen Informationen können sowohl zu einer ausgeprägteren Informations- und damit Preiskontinuität als auch zu umfangreicheren Informationsschwankungen verbunden mit einer Zunahme der Kursvolatilität führen.

Die Markttiefe verringert sich mit zunehmendem Informationsgefälle zwischen den Marktteilnehmern. Sehen die institutionellen Rahmenbedingungen des Kapitalmarktes keine Sanktionierung des Insiderhandels vor, muß in den Fällen, in denen die Kapitalmarkttransaktionen nach dem Auktionsprinzip durchgeführt werden, jeder Nichtinsider infolge der Anonymität des Kapitalmarktes damit rechnen, daß die entstandenen Kursbewegungen von Insidern mit dem Versuch, Kursgewinne abzuschöpfen, ausgelöst wurden. In dem Maße, in dem Nichtinsider diese Gefahr antizipieren, werden sie entweder dem Kapitalmarkt fernbleiben oder zugunsten langfristiger Anlagestrategien auf kurzfristige Tradinggeschäfte verzichten.

Eine andere Wirkungskette, aber ähnliche Folgen ergeben sich in den Fällen, in denen Marktmacher für die Marktliquidität verantwortlich sind<sup>13</sup>. Der Marktmacher verpflichtet sich, für ein Wertpapier auf Anfrage einen verbindlichen Kauf- und Verkaufskurs zu nennen.

Der Marktmacher wird versuchen, mit seinem Verkaufsangebot stets über

<sup>12</sup> Vgl. REILLY (1985).

<sup>13</sup> Zum Vergleich zwischen Marktmacher- und Auktionsprinzip siehe z.B. SCHMIDT (1988), S. 21 ff. und S. 424 ff. und PEISELER (1990), S. 72 ff.

und mit seinem Kaufkurs stets unter dem Gleichgewichtspreis zu bleiben, da er ansonsten mit einer Übernachfrage bzw. einem Überangebot konfrontiert wird. Die Abweichungen vom Gleichgewichtspreis stellen für den Marktmacher Einnahmen, für die übrigen Kapitalmarktteilnehmer Transaktionskosten dar. Die hohe Preiselastizität des Kapitalmarktes und die Tatsache, daß es keine Marktmachermonopole, sondern für jedes Wertpapier immer einen Wettbewerb zwischen mehreren Marktmachern gibt, schaffen einen Anreiz, die Marktspanne gering zu halten.

Dies ändert sich, sobald Insider den Markt betreten. Rechnen Insider aufgrund ihres Informationsvorteils mit Kursveränderungen, deren Ausmaß die Marktspanne übersteigt, können sie durch entsprechende Transaktionen Gewinne realisieren. Diese Gewinne gehen zunächst in voller Höhe zu Lasten der Marktmacher. Inwieweit die Marktmacher einen Teil der Verluste auf Nichtinsider abwälzen können, hängt vom Ausmaß und von der Geschwindigkeit der Kursveränderungen ab. Die Verlustgefahr aus dem Handel mit Insidern ist für den Marktmacher bei spezifischem ereignisbezogenem Insiderwissen deutlich höher als bei unspezifischen ereignisbezogenen oder wirkungsbezogenen Insiderinformationen.

Um den gesamten Verlust auf Nichtinsider abzuwälzen, werden die Marktmacher versuchen, ihre Marktspannen entsprechend dem Anteil des Insiderhandels am Gesamthandelsvolumen zu erhöhen.<sup>14</sup> Im Zuge der gestiegenen Transaktionskosten wird sich allerdings ein Teil der Nichtinsider vom Kapitalmarkt zurückziehen und attraktiveren Anlageformen zuwenden. Auch die Insider, die zu kleineren, die erhöhte Marktspanne nicht übersteigende Kursbewegungen rechnen, werden infolge der erhöhten Marktspanne keine Transaktionen ausführen. Unbeeindruckt von der erhöhten Marktspanne werden sich nur diejenigen Insider zeigen, die eine die erhöhte Marktspanne übersteigende Kursbewegung antizipieren. Ihr Anteil am Gesamthandelsvolumen nimmt zu. Um die erhöhte Verlustgefahr zu verringern, sind die Marktmacher gezwungen, die Marktspanne noch stärker zu erhöhen, was letztendlich einen weiteren Anstieg des Insiderhandelsanteils am verringerten Gesamthandelsvolumen zur Folge hat. Dieser Akerlof-Prozeß<sup>15</sup> würde in letzter Konsequenz einen vollkommenen Zusammenbruch des Kapitalmarktes bedeuten, wenn nicht der Rückzug von Marktteilnehmern eine Verknappung des Risikokapitals mit sich brächte, die zu einem die erhöhten Transaktionskosten kompensierenden Renditeanstieg beiträgt.

Als Ergebnis verbleibt eine dem Insideranteil entsprechende Erhöhung der Marktspanne<sup>16</sup>, die es den Marktmachern ermöglicht, einen Teil des Insiderhan-

<sup>14</sup> Vgl. zum Zusammenhang zwischen Insiderhandel und bid-ask-spread z. B. JAFFE/WINKLER (1976), COPELAND/GALAI (1983), GLOSTEN/MILGROM (1985), SEYHUN (1986).

<sup>15</sup> Vgl. AKERLOF (1970).

<sup>16</sup> Durch die Erhöhung der Marktspanne ergeben sich keine Beeinträchtigungen der Informationseffizienz. Die erhöhte Marktspanne verringert zwar zunächst die Informa-

dels zu verhindern und die aus dem Handel mit den verbleibenden Insidern erlittenen Verluste auf Nichtinsider abzuwälzen. Die Nichtinsider wiederum werden nur dann gewillt sein, Risikokapital zur Verfügung zu stellen, wenn die infolge des Insiderhandels gestiegenen Transaktionskosten durch verbesserte Renditeerwartungen ausgeglichen werden. Letztendlich müssen die mit einer Ausdehnung der Marktspanne verbundenen Transaktionskostensteigerungen von den Emittenten in Form geringerer Emissionskurse und damit erhöhter Renditeerwartungen für die Anleger getragen werden.

Solange die Insidergewinne aus entgangenen Emissionsgewinnen gespeist werden, besteht weder beim Auktions- noch beim Marktmacherprinzip die Gefahr eines Marktzusammenbruchs. Es entsteht gegenüber einem wirksamen Insiderhandelsverbot lediglich ein durch erhöhte Transaktionskosten bedingter Anreiz für Nichtinsider, langfristige gegenüber kurzfristigen Anlagestrategien vorzuziehen. Der hierdurch ausgelöste Effekt auf die Markttiefe ist negativ. Es werden weniger Marktteilnehmer bereit sein, knapp unterhalb bzw. oberhalb des geltenden Marktpreises zu tauschen.

Das Ausmaß dieses Effektes verstärkt sich in dem Maße, in dem kurzfristig orientierten Liquiditätshändlern<sup>17</sup>, anstatt zugunsten langfristiger Anlagen auf kurzfristige Engagements zu verzichten, die Möglichkeit offensteht, auf einen Konkurrenzkapitalmarkt auszuweichen, dessen institutionelle Rahmenbedingungen einen wirksamen Schutz vor Insidern garantieren. Die Liquiditätshändler werden sich von den Märkten, die aufgrund legaler Insidergeschäfte hohe Transaktionskosten aufweisen, zurückziehen und transaktionskostengünstigeren Kapitalmärkten zuwenden. Auf diese Weise geht ein Teil der Nachfrage bzw. des Angebots verloren.

Im Wettbewerb der Kapitalmärkte erfüllt ein wirksames Insiderhandelsverbot die Funktion eines Gütesiegels. Ob ein wirksames Insiderhandelsverbot neben einer hohen Markttiefe auch stets eine im Vergleich zu Kapitalmärkten ohne Insiderregulierung größere Marktliquidität signalisiert, kann an dieser Stelle aufgrund der ambivalenten Wirkung eines Insiderhandelsverbots auf die Marktcontinuität nicht eindeutig beurteilt werden.

### 2.1.3 Unternehmertum

Als Unternehmertum bezeichnet man die Durchsetzung nutzensteigernder Innovationen. Unternehmertum kennzeichnet keinen Personenkreis, sondern viel-

---

tionsgenauigkeit. Da größere Marktspannen aber auch einen Anstieg des Insideranteils am Gesamthandelsvolumen zur Folge haben, der Anteil gut informierter Marktteilnehmer also steigt, erhöht sich zugleich der Informationsgehalt der Marktpreise. Beide Effekte heben sich voraussichtlich weitgehend auf.

<sup>17</sup> Als Liquiditätshändler bezeichnet man diejenigen Marktteilnehmer, die allein aufgrund individueller Liquiditätsüberschüsse oder -engpässe Transaktionen durchführen.

mehr eine bestimmte Art von Handlungen. Unternehmerisches Handeln umfaßt die Erschließung neuer Rohstoffquellen oder Absatzmärkte, die Verwirklichung neuer Produktionsverfahren, die Herstellung und den Verkauf neuer Produkte und Dienstleistungen, die Umsetzung effizienzsteigernder Organisationsmethoden sowie die ständige Findigkeit in bezug auf Preisdifferenzen und Gewinnmöglichkeiten (vgl. SCHUMPETER (1928), S. 481–483; VON MISES 1940), S. 245–250 u. 265–270; KIRZNER 1978), S. 24–70). Unternehmertum ist die Quelle wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Fortschritts.

Von mehreren konkurrierenden institutionellen Ordnungsgefügen wird langfristig dasjenige den größten Wohlstand hervorbringen, das unternehmerisches Handeln am reichsten belohnt. Wird der Unternehmer am Innovationsnutzen nur unzureichend beteiligt, hat er keinen Anreiz, unternehmerisch tätig zu werden, da er die Innovationskosten in der Regel in voller Höhe selbst tragen muß. Das marktwirtschaftlichen Ordnungen zugrunde liegende Privateigentum ermöglicht es Unternehmern, ihre Innovationen gewinnbringend umzusetzen. Dabei sorgt der Wettbewerb dafür, daß diejenigen Innovationen mit den höchsten Gewinnen belohnt werden, die anderen Wirtschaftsteilnehmern die größten Nutzensteigerungen ermöglichen. Auf diese Weise transformiert der Wettbewerb unternehmerisches Gewinnstreben in gesellschaftlichen Wohlstand.

Die vor allem in Aktiengesellschaften vollzogene Trennung von Eigentum und Geschäftsführung<sup>18</sup> verringert die Attraktivität unternehmerischer Tätigkeit. Während sich der klassische Eigentümerunternehmer den gesamten Innovationsgewinn aneignen kann, kommt der Innovationserfolg innerhalb einer Aktiengesellschaft nicht in vollem Umfang dem unternehmerisch handelnden Vorstand, sondern zum Großteil den Aktionären zugute.

Dieses Problem ließe sich durch eine gewinnabhängige Managerentlohnung reduzieren. Allerdings tritt dann ein nicht unerhebliches Bewertungsproblem auf, da Aktionäre und Aufsichtsrat nicht beurteilen können, inwieweit der erzielte Gewinn auf die unternehmerischen Anstrengungen einzelner Vorstandsmitglieder zurückzuführen ist und in welchem Maße das Geschäftsergebnis durch exogene Faktoren beeinflusst wurde. Dieses Bewertungsproblem kann mit Hilfe des Insiderhandels umgangen werden.

Übertragen die Aktionäre den Vorstandsmitgliedern und leitenden Angestellten die Verfügungsrechte über unternehmensspezifische ereignisbezogene Informationen, haben diese die Möglichkeit, sich im Zuge eines Insiderhandels einen Teil des von ihrem unternehmerischen Engagement hervorgebrachten Innovationserfolges anzueignen. In dem Maße wie ihnen dies gelingt, käme es aus property-rights-theoretischer Sicht zu einer effizienzsteigernden Internalisierung externer Effekte.

Diese Art der Unternehmerentlohnung wäre zugleich pareto-effizient, da die

---

<sup>18</sup> Zur personellen Trennung von Eigentum und Geschäftsführung vgl. BERLE/MEANS (1932) und FAMA/JENSEN (1983).

mit der Unternehmensführung beauftragten Manager über umfangreichere wirkungsbezogene Informationen verfügen und deshalb die an unternehmensspezifischen ereignisbezogenen Informationen bestehenden Verfügungsrechte deutlich höher bewerten als die Aktionäre (vgl. SCHMIDT (1991), S. 35). Die von den Managern im Gegenzug für die Verfügungsrechte an unternehmensspezifischen ereignisbezogenen Informationen akzeptierte Gehaltskürzung ist aus Sicht der Manager geringer, aus Sicht der Aktionäre höher als der Wert der Insiderinformationen.

Darüber hinaus erleichtert eine Erfolgsbeteiligung via Insiderhandel die Managerauswahl (vgl. CARLTON/FISCHEL (1983), S. 871 f.). Unternehmerische Führungskräfte werden die durch Insiderhandel realisierbaren Gewinne höher einschätzen als weniger unternehmerisch aktive Manager. Das Recht auf Insiderhandel als Entlohnungskomponente in Managerverträgen leistet somit eine Selbstauswahl zugunsten innovationsfähiger Bewerber.

Dem ließe sich entgegenhalten, daß der gleiche Anreiz- und Auswahleffekt erzielt werden könnte, wenn die Manager am Aktienbesitz beteiligt werden. Dabei wird jedoch folgendes übersehen: Belohnt man die Manager für ihre Innovationsleistung, indem man ihnen Aktien gibt, bevor Informationen über die Innovation veröffentlicht werden, treten die oben angesprochenen Bewertungsprobleme erneut auf. Hündigt man ihnen bereits bei Arbeitsbeginn einen Aktienanteil aus, belohnt man innovationsfreudige und unternehmerisch zurückhaltende Führungskräfte gleichermaßen.

Im Zuge ihrer Kritik gegen ein Insiderhandelsrecht für Manager verweisen mehrere Autoren<sup>19</sup> darauf, daß sich z. B. durch Leerverkäufe und Putoptionen ein Informationsvorsprung bezüglich zukünftiger Kursverluste ebenso in Insidergewinne ummünzen läßt wie die exklusive Kenntnis bevorstehender Kurssteigerungen. Da verlustbringende Entscheidungen zudem geringere Fähigkeiten erfordern als die Verwirklichung gewinnbringender Innovationen, vermuten die Kritiker des Insiderhandels eine Anreizasymmetrie zugunsten von Baisse-spekulationen. Dabei werden jedoch drei wichtige Aspekte vernachlässigt.

Erstens bergen verlustbringende Entscheidungen für den Manager die Gefahr, daß sein Humankapital an Wert einbüßt. Unter Umständen riskiert er sogar seinen Arbeitsplatz und setzt damit die Möglichkeit aufs Spiel, zukünftige Insidergewinne zu erzielen (vgl. MANNE (1966), S. 150 f.).

Zweitens arbeiten Führungskräfte häufig in Teams und müßten somit erst ihre Teammitglieder von der Vorteilhaftigkeit verlustbringender Entscheidungen überzeugen. Dies dürfte kaum gelingen, da für alle Teammitglieder der Wert ihres Humankapitals, Gewinnbeteiligungen und letztendlich ihr Arbeitsplatz auf dem Spiel stehen.

Drittens erhöht die Möglichkeit, von Kursverlusten zu profitieren, den An-

---

<sup>19</sup> Vgl. z. B. SCHOTLAND (1967), S. 1451, MENDELSON (1969), S. 489 f., sowie LEVMORE (1982), S. 149.

reiz, den Unternehmenswert zu maximieren (vgl. CARLTON/FISCHEL (1983), S. 872). Diese zunächst paradox erscheinende Aussage läßt sich wie folgt begründen. Im Gegensatz zu den Aktionären haben die Führungskräfte keine Möglichkeit, das Risiko ihres Humankapitaleinsatzes mittels Diversifikation zu verringern. Aus diesem Grunde handeln sie risikoavers und ziehen Projekte mit einer geringeren Ergebnisvarianz risikoreicheren Investitionsmöglichkeiten selbst dann vor, wenn letztere einen vergleichsweise höheren Erwartungswert aufweisen. Will man die risikoaversen Führungskräfte zu risikoneutralem Handeln bewegen, muß man sie am Investitionserfolg stärker beteiligen und ihnen im Falle des Verlusteintritts eine Schadensreduzierung ermöglichen (vgl. DEMSETZ (1969), S. 15)<sup>20</sup>. Genau dies leistet das Recht auf Insiderhandel.

Insgesamt betrachtet fördert das Recht, Insiderhandelsgewinne erzielen zu dürfen, Unternehmertum und damit gesellschaftlichen Fortschritt, indem es einen Teil der Anreizverluste ausgleicht, die im Zuge der personellen Trennung von Eigentum und Geschäftsführung entstanden sind.

#### 2.1.4 Politische, administrative und juristische Entscheidungen

Ähnlich wie unternehmerisch handelnde Führungskräfte die Voraussetzungen für Insidergewinne selbst schaffen können, haben auch Politiker, höhere Beamte und Angehörige der Jurisprudenz regelmäßig die Möglichkeit, kursrelevante Ereignisse herbeizuführen und den hierauf beruhenden Informationsvorteil am Kapitalmarkt zu versilbern. Anders als bei Führungskräften von Kapitalgesellschaften stellen Insidergewinne im Falle von Politikern, höheren Beamten und Richtern keine anreizkonforme Entlohnung dar.

Die größten Insidergewinne verspricht spezifisches ereignisbezogenes Insiderwissen. Um die Grundlage derartiger Informationsvorteile durch eigene Handlungen selbst zu schaffen, müßten Politiker, höhere Beamte oder Richter einzelne Unternehmen durch ihre Entscheidungen bewußt bevorzugen oder, sofern sie von Kursverlusten profitieren wollen, gezielt benachteiligen. Möglichkeiten hierfür ergeben sich für die genannten Berufsgruppen genügend. Man denke nur an Subventionsvergaben, Kartellverfahren, Patentstreitfälle etc.

Da Politiker, höhere Beamte und Richter für die Schaffung bzw. Durchsetzung gesamtwirtschaftlich effizienter institutioneller Rahmenbedingungen verantwortlich sind, hätte der mit einem Insiderhandelsrecht für diese Personengruppe verbundene Anreiz, wertpapierspezifische Ereignisse bewußt herbeizuführen, dysfunktionale Wirkungen.

<sup>20</sup> Der durch das Recht auf Insiderhandel entstehende Anreiz, riskantere Entscheidungen zu treffen, ist somit nicht, wie z. B. EASTERBROOK (1985), S. 332, oder DENNERT (1991), S. 194 f., befürchten, von Nachteil, sondern vielmehr von Vorteil für die Aktionäre.



### 2.1.5 Agency-Kosten

Die für Aktiengesellschaften typische personelle Trennung zwischen Eigentum und Geschäftsführung beeinträchtigt nicht nur die Innovationsanreize, sie ist auch Grundlage für die Entstehung von Agency-Kosten<sup>21</sup>. Agency-Kosten treten infolge der Informationsasymmetrie zwischen Handelndem und Betroffenen auf. In einer Aktiengesellschaft fällt der Vorstand Entscheidungen, die sich auf das Vermögen der Aktionäre auswirken. Solange die Aktionäre gegenüber den Vorstandsmitgliedern einen Informationsnachteil besitzen, weil sie deren Entscheidungen entweder aufgrund fehlenden Fachwissens nicht beurteilen oder wegen prohibitiv hoher Kontrollkosten nur unzureichend überwachen können, ergeben sich Handlungsspielräume, die von den Vorstandsmitgliedern unter Umständen opportunistisch ausgenutzt werden.

Diese Handlungsspielräume sind bei Publikumsgesellschaften am größten. Für einen Kleinaktionär ist der Anreiz, die Führungskräfte zu kontrollieren, denkbar gering. Während er die Kontrollkosten in voller Höhe selbst tragen müßte, würde er aufgrund seines geringen Aktienanteils vom Kontrollnutzen nur unzureichend profitieren. Für den Kleinaktionär ist es somit unrentabel, in Kontrollaktivitäten zu investieren. Er wird vielmehr darauf hoffen, daß andere Aktionäre Kontrollaufgaben übernehmen, da er hieraus als Trittbrettfahrer kostenlosen Nutzen ziehen könnte.

Anders verhält es sich im Falle von Großaktionären. Für diese ist eine aktive Vorstandskontrolle durchaus rentabel, da sie die Möglichkeit haben, einen Großteil des Kontrollnutzens zu internalisieren. Sie müssen, sofern es sich nicht um institutionelle Anleger handelt, als Großaktionär jedoch auf ein diversifiziertes Aktienportfeuille verzichten und tragen damit, ähnlich wie die Führungskräfte, ein wesentlich höheres Risiko als andere Kapitalanleger.

Da sich Großaktionäre über ihre Kontrollaktivitäten einen bevorzugten Zugang zu Insiderinformationen verschaffen können, würde das Recht, Insiderhandelsgewinne erzielen zu dürfen, für den Großaktionär einen Ausgleich für das von ihm in Kauf genommene Anlagerisiko darstellen (vgl. DEMSETZ (1986), S. 314f.). Die über potentielle Insiderhandelsgewinne beeinflusste Annäherung an ein Kontrolloptimum käme letztendlich auch den Kleinaktionären in Form höherer Renditen zugute. Aus dieser Sicht wäre ein Insiderhandelsrecht für Großaktionäre gesamtwirtschaftlich effizient.

Im Gegensatz hierzu wirkt ein Insiderhandelsrecht für Manager, das sich nicht nur auf die innovations- und marktwertfördernde Spekulation mit Kapitalmarktpapieren des eigenen Unternehmens erstreckt, sondern auch den Insiderhandel mit Wertpapieren anderer Unternehmen erlaubt, agency-kostensteigernd. Der Insiderhandel mit fremden Wertpapieren eröffnet den als Agenten

---

<sup>21</sup> Vgl. zur Entstehung und Definition von Agency-Kosten JENSEN/MECKLING (1976), S. 308ff.

im Auftrage der Aktionäre handelnden Führungskräften die Möglichkeit, Teile des von ihnen verwalteten und eigentlich den Aktionären zustehenden Cash Flow im Zuge von Unternehmensübernahmen in die eigenen Taschen zu füllen.

Manager haben auch ohne Insiderhandel einen großen Anreiz, durch die Übernahme unterbewerteter oder synergieträchtiger Unternehmen ihr Humankapitalrisiko zu verringern, ihre Gewinnprämie zu erhöhen und ihren Machtbereich auszudehnen. Das Recht auf einen Insiderhandel mit Aktien und Optionen des zu übernehmenden Unternehmens hätte somit allein den Effekt, daß die Manager ein Interesse besäßen, das Übernahmeangebot unnötig in die Höhe zu treiben, um einen Teil der Übernahmegewinne abzuschöpfen (vgl. WENGER (1986), S. 15).

## 2.2 Gestaltungsempfehlungen

Die Ergebnisse der Wirkungsanalyse sind in Tabelle 1 zusammenfassend dargestellt.

Die ermittelten Teileffekte erlauben kein pauschales Effizienzurteil<sup>22</sup>. Es muß vielmehr geprüft werden, ob der Insiderhandel in den Fällen, in denen er ökonomische Nachteile mit sich bringt, durch ein Insiderhandelsverbot zu vertretbaren Kosten wirksam unterbunden werden kann oder, sofern dies nicht möglich ist, gänzlich untersagt oder uneingeschränkt zugelassen werden soll.

Bislang ist es weder auf der Basis theoretischer Überlegungen noch mittels empirischer Untersuchungen gelungen, die mit unterschiedlichen Insiderregelungen verbundenen Vor- und Nachteile eindeutig zu quantifizieren. Diese Meßprobleme legen es nahe, die Effizienzbeurteilung alternativer Formen der Insiderregulierung den Selektionskräften gesellschaftlicher Evolutionsprozesse zu übertragen. Die Evolution hat in der Vergangenheit in vielen Bereichen Institutionen hervorgebracht, die wesentlich mehr Wissen verkörpern, als sich irgendein Regulierungskomitee je aneignen könnte (vgl. HAYEK (1969), S. 86).

Ein Vergleich der Insiderregeln auf den wichtigsten Kapitalmärkten der Welt ergibt folgendes Bild.<sup>23</sup> Die strengsten Insiderverbote gelten in den Vereinigten Staaten. Laut Gesetz und Rechtsprechung ist es prinzipiell untersagt, Kapitalmarkttransaktionen auf der Basis bislang noch nicht veröffentlichter Informa-

<sup>22</sup> Pauschalurteile werden dennoch zur Genüge gefällt. Sofern sie gegen den Insiderhandel gerichtet sind, liegen ihnen fast ausnahmslos Gerechtigkeitsideale zugrunde (vgl. z. B. PFISTER (1981), S. 320). Häufig wird auch von der Schädlichkeit des Insiderhandels für einzelne Anleger auf die Schädlichkeit des Insiderhandels an sich geschlossen (vgl. z. B. HOPT/WILL (1973), S. 45 ff.). Die ausnahmslose Befürwortung des Insiderhandels basiert demgegenüber auf ökonomischen Kriterien, wobei die positiven Auswirkungen auf den Informationsgehalt der Kapitalmarktpreise unter Vernachlässigung negativer Teileffekte in den Vordergrund gestellt werden (vgl. z. B. OBERENDER/DAUMANN (1992), S. 291; SCHNEIDER (1993a)).

<sup>23</sup> Vgl. hierzu auch die ausführlichen Beiträge zu den unterschiedlichen nationalstaatlichen Insidergesetzen bei HOPT/WYMEERSCH (1991), S. 39 ff.

Wirkungsbereich	Auswirkungen des Insiderhandels
Informations-effizienz	Insiderhandel erhöht das in den Marktpreisen enthaltene Informationsvolumen und beschleunigt die Informationsdiffusion.
Marktliquidität	Insiderhandel verringert die Markttiefe infolge einer Steigerung der Transaktionskosten. Effekt auf Marktcontinuität ist nicht eindeutig.
Unternehmertum	Ein Insiderhandelsrecht für Manager kompensiert einen Teil der Informationsanreize, die im Zuge der Trennung von Eigentum und Geschäftsführung in Kapitalgesellschaften verloren gehen.
Politische, administrative und juristische Entscheidungen	Ein Insiderhandelsrecht für Politiker, höhere Beamte und Richter wirkt dysfunktional.
Agency-Kosten	Ein Insiderhandelsrecht für Großaktionäre verringert die Agency-Kosten. Ein sich auf fremde Wertpapiere erstreckendes Insiderhandelsrecht für Manager erhöht die Agency-Kosten.

Abbildung 1: Wirkungen des Insiderhandels

tionen durchzuführen. Insider müssen entweder auf die Ausnutzung ihres Wissensvorsprungs verzichten oder die kursrelevanten Informationen veröffentlichen, bevor sie die beabsichtigten Transaktionen ausführen (vgl. SCOTT (1980), S. 802f.). Verstöße gegen das Insiderrecht können mit hohen Geld- und mehrjährigen Freiheitsstrafen geahndet werden. Darüber hinaus sind alle leitenden Angestellten, Vorstandsmitglieder und Aktionäre mit einem Aktienanteil von mehr als 10% verpflichtet, jeden von ihnen durchgeführten Handel mit Wertpapieren ihres Unternehmens der Security Exchange Commission zu melden.<sup>24</sup> Auf der Basis dieses Datenmaterials kamen zahlreiche Studien zu dem Ergebnis, daß der genannte Personenkreis mit seinen Kapitalmarkttransaktionen deutlich über dem Marktdurchschnitt liegende Renditen erzielt (vgl. z.B: LORIE/NIEDERHOFFER (1968), JAFFE (1974), FINNERTY (1976), SEYHUN (1986)).

Diese Tatsache legt die Vermutung nahe, daß trotz des generellen Insiderhandelsverbots ein weitreichender Insiderhandel stattfindet und von den Aufsichtsbehörden geduldet wird bzw. nicht nachgewiesen werden kann. Die Insiderverfolgung beschränkt sich fast ausnahmslos auf sogenannte „bombshell effects“ (KELLY/NARDINELLI/WALLACE (1987), S. 443). Hierbei handelt es sich um medienträchtige, häufig mit Unternehmensübernahmen in Zusammenhang stehende Fälle von Insiderhandel, bei denen mit Hilfe hochspezifischen ereignisbezogenen Insiderwissens drastische Kursbewegungen antizipiert wurden. Die Praxis der Insiderfahndung mag darin begründet sein, daß die Aufdeckung des

<sup>24</sup> Vgl. hierzu Section 16(a) des Securities Exchange Act von 1934.

Insiderhandels auf der Grundlage wirkungsbezogener und allgemeiner ereignisbezogener Informationen im Verhältnis zum Nutzen enorm hohe Kosten verursacht. Liegen zudem enge Budgetgrenzen vor, ist es aus Sicht der Aufsichtsbehörde durchaus rational, ihre Aktivitäten auf die Verfolgung derjenigen Insiderfälle zu konzentrieren, bei denen die Relation von Aufdeckungskosten und Insidergewinnen am günstigsten ist.

Gesetzliche Insiderhandelsverbote, allerdings mit deutlich niedrigeren Strafmaßen, gibt es u. a. auch in Großbritannien, Frankreich, Japan, Singapur, Hongkong, Australien und Kanada.<sup>25</sup>

Betrachtet man die internationale Entwicklung der Insiderregulierung, so zeigt sich in den letzten Jahren eine deutliche Tendenz hin zu einer Verschärfung des Insiderstrafrechts. Dieser Trend läßt keinen zwingenden Rückschluß auf die Ineffizienz des Insiderhandels zu. Die heute in zahlreichen Ländern gültigen Einschränkungen des Insiderhandels haben sich nicht infolge privater Kosten-Nutzen-Kalküle freiwillig herausgebildet. Sie sind den Kapitalmarktteilnehmern vielmehr in politischen Entscheidungsprozessen aufgezwungen worden. Grundlage dieser staatlichen Zwangsmaßnahmen können neben ökonomischen Vorteilserwägungen ebensogut wahltaktische Überlegungen, wie z. B. die Ausnutzung gesellschaftlicher Stimmungslagen oder die bewußte Bevorzugung wichtiger Interessensgruppen<sup>26</sup>, gewesen sein.

Befürworter des Insiderhandels behaupten in diesem Zusammenhang, daß Insiderhandelsbegrenzungen nicht effizient sein können, da sie sich ansonsten über die für Rechtsanwälte und „financial printers“ üblichen Formen der Selbstbeschränkung auch ohne gesetzlichen Zwang in umfangreicherem Maße herausgebildet hätten (vgl. DOOLEY (1980), S. 47–52).

Interessanterweise wehrte sich der allein auf freiwillige Selbstbeschränkung vertrauende deutsche Kapitalmarkt bis vor kurzem erfolgreich gegen jedwede Form staatlicher Insiderregulierung. In der Bundesrepublik Deutschland konnten Insiderhandelsbegrenzungen bislang im Wege von Dienst- und Arbeitsverträgen privatrechtlich vereinbart werden; gesetzliche Vorschriften bestanden keine. Daß ca. 85% der börsennotierten Aktiengesellschaften (vgl. KOHLER (1991), S. 268) ihre Manager privatrechtlich verpflichten, keinen Insiderhandel zu betreiben und im Falle eines Verstoßes die erzielten Gewinne an das Unternehmen abzuführen, muß wohl eher als Reaktion auf den internationalen Regulierungsdruck und nicht als Argument gegen die Effizienz eines freien Insiderhandels gewertet werden. Im Zuge des europäischen Integrationsprozesses muß sich auch der deutsche Kapitalmarkt dem internationalen Regulierungsdruck beugen und ein gesetzliches Insiderhandelsverbot akzeptieren.

---

<sup>25</sup> Zu den in verschiedenen Staaten geltenden Strafmaßen vgl. den Überblick bei WYMEERSCH (1991), S. 118.

<sup>26</sup> KAY (1980) äußert z. B. in bezug auf das britische Insiderrecht die Vermutung, es diene in erster Linie dazu, den Insiderhandel von Unternehmensinsidern zugunsten der Marktmake und Börsenhändler zu unterbinden.

International findet man wenig ernsthafte Versuche, den Insiderhandel vor der Einführung und Verschärfung staatlicher Regulierungsmaßnahmen mittels privatwirtschaftlicher Maßnahmen umfassend einzugrenzen oder über die staatlichen Regulierungsvorschriften hinausgehende Insiderbegrenzungen einzuführen<sup>27</sup>. Die Ursache hierfür mag in der allgemeinen Effizienz eines uneingeschränkten Insiderhandels liegen.

Unter Berücksichtigung der durchgeführten Wirkungsanalyse erscheint es jedoch wesentlich plausibler, davon auszugehen, daß allein auf privatrechtliche Sanktionsmechanismen angewiesene Insiderhandelsbegrenzungen an prohibitiv hohen Überwachungs- und Durchsetzungskosten scheitern. Eine Erhöhung der Aufdeckungswahrscheinlichkeit bzw. eine Verhinderung von Insidergeschäften läßt sich nur über strafrechtliche Sanktionsmechanismen in größerem Ausmaß erreichen. Hohe Geld- und Freiheitsstrafen tragen dazu bei, daß auch bei schwer aufdeckbaren Insidergeschäften der Nutzenerwartungswert in vielen Fällen negative Werte annimmt. Darüber hinaus stehen im Wege einer gesetzlichen Insiderregulierung effektivere Überwachungs- und Kontrollverfahren zur Verfügung. Auf diese Weise läßt sich nicht zuletzt der als wohlfahrtsmindernd einzustufende Insiderhandel von Politikern, höheren Beamten und Richtern wirksamer eingrenzen. Dieser Personenkreis sollte vor Amtsantritt veranlaßt werden, die persönlichen Besitzverhältnisse lückenlos offenzulegen und Wertpapiere aller Art zu veräußern bzw. in treuhänderische Verwahrung zu geben. Dies gilt auch für die in den Aufsichtsrat berufenen Arbeitnehmervertreter.

De facto kann sich die Insiderregulierung nur auf ereignisbezogene Informationsvorteile erstrecken. Die gesetzliche Verfolgung von Insidergeschäften, denen ausschließlich ein wirkungsbezogener Informationsvorsprung zugrunde liegt, ist praktisch nicht durchführbar. Mit der Ausnutzung wirkungsbezogener Insiderinformationen dürften ohnehin eher Vor- denn nennenswerte Nachteile verbunden sein.

Eine staatliche Insiderregulierung droht jedoch auch den innovations- und marktwertsteigernden Insiderhandel von Managern und den agency-kostensenkenden Insiderhandel von Großaktionären zu unterbinden. Es erscheint deshalb sinnvoll, das Plädoyer für eine gesetzliche Insiderregulierung mit der Forderung nach einem Derogationsvorbehalt für alle börsennotierten Gesellschaften zu verbinden.<sup>28</sup>

Gewährt man börsennotierten Gesellschaften das Recht, durch Hauptversammlungsbeschluß<sup>29</sup> Manager und Aktionäre hinsichtlich des Handels mit

<sup>27</sup> Zu den wenigen Ausnahmen gehören neben der bereits erwähnten Selbstbeschränkung deutscher Aktiengesellschaften vor allem die im City Code on Takeovers and Mergers und dem Granville General Market Undertaking verfaßten privatrechtlichen Insiderbegrenzungen, die von allen an der britischen Börse notierten Unternehmen freiwillig anerkannt werden (vgl. SCHMIDT (1991), S. 37).

<sup>28</sup> In diese Richtung weist auch der Regulierungsvorschlag von SCHMIDT (1991), S. 37.

<sup>29</sup> Dabei wird von einer funktionierenden Interessenvertretung der Aktionäre in der Hauptversammlung ausgegangen.

Wertpapieren des eigenen Unternehmens von der gesetzlichen Insiderregulierung zu entbinden, vermeidet man eine angesichts der vorangegangenen Überlegungen nicht auszuschließende Überregulierung. Die Entscheidung, ob Managern und Aktionären der Insiderhandel mit Wertpapieren des eigenen Unternehmens erlaubt werden soll, muß nicht allgemeinverbindlich gefällt, sondern kann einzelfallabhängig entschieden werden. Für eine Durchsetzung der jeweils effizienten Regelung sorgt der Wettbewerb am Kapitalmarkt. Der Wettbewerb würde vermutlich auch dazu beitragen, daß sich bei der Börsennotierung ein gezielter Ausweis derjenigen Gesellschaften, die vom Derogationsvorbehalt Gebrauch machen, herausbildet. Da infolge der Konkurrenz am Kapitalmarkt langfristig nur in den Fällen vom Derogationsrecht Gebrauch gemacht wird, in denen Nutzensteigerungen eintreten, weist eine gesetzliche Insiderregulierung mit Derogationsvorbehalt gegenüber einer Pauschalregulierung in keinem Falle Effizienz Nachteile, in einigen Fällen aber unter Umständen Effizienzvorteile auf.

### *3. Informationsveröffentlichung und Wirtschaftsprüfung*

Neben Insiderhandelsverboten sind Publizitäts- und Prüfungsvorschriften ein bedeutendes Instrument staatlicher Informationsregulierung am Kapitalmarkt. Während die Insiderregulierung den Zweck verfolgt, die nachteiligen Auswirkungen des zwischen den Kapitalmarktteilnehmern existierenden Informationsgefälles zu verringern, dienen Publikations- und Prüfungsvorschriften in erster Linie dazu, bestehende Informationsasymmetrien abzubauen. Würde ein vollständiger Abbau aller Informationsasymmetrien gelingen, wäre letztendlich jede Art von Insiderregulierung überflüssig.<sup>30</sup>

Obwohl Inhalt und Umfang der von den Kapitalmarktteilnehmern zu veröffentlichenden Informationen in der Vergangenheit ebenso wie die Wirtschaftsprüfung in zunehmendem Maße gesetzlich geregelt wurden, gibt es nicht nur fundierte Gründe für (3.1), sondern auch gegen (3.2) staatliche Publizitäts- und Prüfungsvorschriften. Nach einer Gegenüberstellung und Beurteilung der jeweiligen Argumente (3.3) werden praktische Gestaltungsempfehlungen vorge schlagen (3.4).

---

<sup>30</sup> Vgl. hierzu auch den Grundgedanken von § 44a BörsenG, dessen Übernahme in das Wertpapierhandelsgesetz alle börsennotierten Unternehmen dazu anhalten soll, alle bislang nicht öffentlich bekannten kursrelevanten Tatsachen bzgl. des Unternehmens umgehend zu publizieren. Zur Problematik dieser ad-hoc-Veröffentlichungspflicht vgl. SCHNEIDER (1993b), S. 1429 ff.

### 3.1 Argumente für staatliche Regulierung

Die Befürworter gesetzlicher Publizitäts- und Prüfungsvorschriften verweisen in erster Linie auf das Fehlen funktionsfähiger Märkte für öffentliche Informationen (vgl. z. B. FELDHOFF (1992)). Der Preismechanismus führt nur dann zu einer gesamtgesellschaftlich effizienten Informationsversorgung, wenn Informationsangebot und -nachfrage keine externen Effekte hervorrufen. Diese Voraussetzung ist im Falle öffentlicher Güter nicht erfüllt.

Öffentliche, für alle zugängliche Informationen verbessern die Kapitalallokation innerhalb einer Volkswirtschaft. Da die publizierten Informationen jedoch allen offenstehen, werden zu wenige Personen bereit sein, hierfür einen ihrem Grenznutzen entsprechenden Preis zu bezahlen. Die meisten Kapitalmarktteilnehmer werden sich vielmehr darauf verlassen, daß andere öffentliche Informationen nachfragen und auf ihren Wahrheitsgehalt hin überprüfen, um sie dann ihrerseits kostenlos nutzen zu können. Auf diese Weise kommt es zu einer Unterversorgung mit geprüften öffentlichen Informationen (GONEDS/DOPUCH (1974), S. 75–78). Dies läßt sich nur mit Hilfe staatlicher Regulierung verhindern.

Ein weiterer Vorteil staatlicher Regulierung besteht ihren Anhängern zufolge darin, daß im Zuge der staatlichen Normierung die Informationsproduktions- und Prüfungskosten gesenkt und zugleich die Interpretation und Vergleichbarkeit der Informationen erleichtert werden (vgl. z. B. BUSSE v. COLBE (1987), S. 193; WALZ (1993), S. 94f.). Auf diese Weise tragen gesetzliche Prüfungs- und Publizitätsvorschriften zu einer Verringerung der Agency-Kosten bei. Damit rechtfertigt sich eine staatliche Regulierung sogar in den Fällen, in denen die private Informationsnachfrage zu einer ausreichenden Informationsversorgung führt.

### 3.2 Argumente gegen staatliche Regulierung

Der schwerste Vorwurf gegen eine staatlich regulierte Informationsveröffentlichung stellt den volkswirtschaftlichen Wert öffentlicher Informationen an sich in Frage. Solange die Kapitalmarktpreise alle öffentlich zugänglichen Informationen bereits widerspiegeln<sup>31</sup>, sind Publizitätsgesetze jeder Art nutzlos (vgl. HIRSHLEIFER (1971); FAMA/LAFFER (1971); MARSHALL (1974)). In dem Maße, in dem sie Kosten verursachen, sind sie sogar als schädlich einzustufen.

Eine zweite Argumentationskette gegen gesetzliche Publizitäts- und Prüfungsvorschriften basiert auf dem Vertrauen in die Funktionsfähigkeit privater Informationsmärkte. Die private Nachfrage nach öffentlicher Information mag zwar unter dem volkswirtschaftlichen Optimum liegen. Hieraus darf jedoch

---

<sup>31</sup> Dies entspricht der halbstrengen Informationseffizienz nach FAMA (1970), S. 383.

nicht vorschnell auf eine Unterversorgung mit öffentlichen Informationen und ein Marktversagen geschlossen werden. Das Ausmaß öffentlich verfügbarer Kapitalmarktinformationen hängt nicht allein von der Nachfrage ab. Es wird in wesentlich stärkerem Maße von der Angebotsseite bestimmt.

Die Kapitalmarktseite, die einen Informationsvorteil besitzt, hat einen Anreiz, Informationen unentgeltlich zu publizieren und auf ihren Wahrheitsgehalt hin überprüfen zu lassen (vgl. SCHMIDT (1982), S. 742f.; HAX (1988), S. 194–197). Ansonsten bleiben Informationsasymmetrien bestehen und die schlechter informierte Marktseite könnte sich in Kenntnis ihres Informationsnachteils weigern, Kapitalmarktverpflichtungen einzugehen. Übersteigt der hierdurch entstandene Nutzenentgang die Publikations- und Prüfungskosten, ist es unter ökonomischen Gesichtspunkten rational, sich einer freiwilligen Wirtschaftsprüfung zu unterziehen und Informationen zu veröffentlichen.

Solange sich die Kapitalmarktteilnehmer bei der Festlegung des Prüfungs- und Publizitätsumfanges von individuellen Kosten-Nutzen-Kalkülen leiten lassen, wird ein Prüfungs- und Publikationsoptimum erreicht. Gesetzliche Zwänge wären ineffizient.

### 3.3 Stellungnahme

Die These von der volkswirtschaftlichen Wertlosigkeit öffentlicher Informationen und damit auch jeder Wirtschaftsprüfung wurde unter äußerst restriktiven modelltheoretischen Rahmenbedingungen entwickelt.<sup>32</sup> Ihre Allgemeingültigkeit muß schon allein deshalb stark in Zweifel gezogen werden.

Neben der möglichen Praxisferne der Modellannahmen stellt vor allem die ausschließliche Berücksichtigung der ex post eintretenden Informationswirkung die Gültigkeit der These in Frage. Außer des ex post auftretenden Informationseffektes muß der ex ante wirkende Handlungsanreiz einer Wirtschaftsprüfung und Informationsveröffentlichung in Betracht gezogen werden. Die Kenntnis der zukünftigen Informationsprüfung und -publikation bewegt viele Kapitalmarktteilnehmer dazu, ihre Verhaltensweisen zu ändern. Man denke in diesem Zusammenhang nur an die Investitionsentscheidungen der Vorstandsmitglieder einer Aktiengesellschaft, die von der Veröffentlichung geprüfter Jahresbilanzen nicht unerheblich beeinflußt werden. Eine Verstärkung der Handlungswirkung tritt dann ein, wenn die geprüften und publizierten Informationen darüber hinaus Grundlage von Belohnungs- oder Bestrafungssystemen sind, die

<sup>32</sup> HAKANSSON/KUNKEL/OHLSON (1982) weisen nach, daß die These der sozialen Wertlosigkeit öffentlicher Informationen bei einer Lockerung der Restriktionen (v. a. vollkommene Märkte, identische Anfangsausstattungen, identische Ausgangserwartungen und homogene Informationsstrukturen der Marktteilnehmer) nicht mehr haltbar ist. Zur mangelnden empirischen Überprüfbarkeit der Modellannahmen vgl. VERRECCHIA (1982), S. 8 und 17.



Vorstandmitglieder also z. B. in Abhängigkeit des Bilanzgewinns entlohnen. Öffentlich zugängliche und auf ihren Wahrheitsgehalt hin überprüfte Informationen sind deshalb nicht von vornherein wertlos oder gar schädlich.

Empirisch ist zu beobachten, daß Kapitalmarktteilnehmer, z. B. im Rahmen von Emissionsunterlagen oder Jahresabschlüssen, häufig ein über die gesetzliche Publikationspflicht hinausgehendes Maß an Informationen veröffentlichen und sich freiwilligen Prüfungen unterziehen<sup>33</sup>. Dies läßt ebenfalls auf den ökonomischen Nutzen der Veröffentlichung geprüfter Informationen schließen.

Die Bereitschaft, mehr Informationen zur Verfügung zu stellen und auf ihren Wahrheitsgehalt hin überprüfen zu lassen als gesetzlich erforderlich, unterstützt darüber hinaus die These von der Funktionsfähigkeit unregulierter Informationsmärkte. Ob die marktwirtschaftlichen Anreize tatsächlich ausreichen, genügend Informationen wahrheitsgetreu zu publizieren, soll im folgenden mit Hilfe der Principal-Agent-Theorie überprüft werden.<sup>34</sup>

Im Rahmen von Neuemissionen sind potentielle Eigenkapitalgeber drei Gefahrenarten ausgesetzt. Erstens kennen sie den wahren Wert der angebotenen Vermögensanteile nicht. Sie laufen somit Gefahr, minderwertige Vermögensanteile zu erwerben (Adverse-selection-Problem). Sofern sie sich nicht selbst an der Geschäftsführung beteiligen oder hohe Kontrollkosten in Kauf nehmen, müssen sie zweitens damit rechnen, daß ihr Eigenkapital nicht marktwertmaximierend eingesetzt wird (Moral-hazard-Problem). Drittens ist ungewiß, ob der ihnen zustehende Anteil am Residualeinkommen tatsächlich in voller Höhe in ihre Verfügungsgewalt gelangt (Hold-up-Problem).

Ähnlichen Gefahren sind auch die Fremdkapitalgeber ausgesetzt. Sie kennen ohne entsprechende Informationen die wahre Bonität der Kapitalnehmer nicht (adverse selection), tragen das Verlustrisiko (moral hazard) und müssen eine zügellose Ausschüttungspolitik zugunsten der Eigenkapitalgeber befürchten (hold up).

Infolge der beschriebenen Informationsasymmetrien können die Eigen- und Fremdkapitalgeber in der Ausgangslage nicht zwischen kapitalwürdigen und kapitalunwürdigen Marktteilnehmern unterscheiden. Der Markt ist gepoolt. Die kapitalwürdigen Marktteilnehmer haben in dieser Situation einen Anreiz, die bestehenden Informationsasymmetrien abzubauen. Nur wenn ihnen dies gelingt, sind sie in der Lage, kostengünstiges Eigen- bzw. Fremdkapital aufzunehmen. Reine Lippenbekenntnisse reichen hierfür allerdings nicht aus. Die

<sup>33</sup> Beispielsweise haben bereits 1926, d. h. lange vor Inkrafttreten der im Securities Exchange Act von 1934 verankerten Publikations- und Prüfungsvorschriften, alle an der NYSE notierten Unternehmen regelmäßige Bilanzen und Gewinnrechnungen veröffentlicht. 82 % der Unternehmen ließen sich die Richtigkeit der Angaben von Wirtschaftsprüfern testen (vgl. hierzu BENSTON (1976), S. 127). Einen ausführlichen Überblick über die Existenz freiwilliger Prüfungen geben WATTS/ZIMMERMANN (1983).

<sup>34</sup> Zur principal-agent-theoretischen Analyse von Rechnungslegung und Wirtschaftsprüfung vgl. auch die modelltheoretischen Ausführungen bei EWERT (1986), S. 1990 sowie die Überlegungen bei BALLWIESER (1985), S. 31 ff.

Kapitalwürdigkeit läßt sich nur dann glaubhaft signalisieren, wenn die Kosten der Signalproduktion für kapitalwürdige Marktteilnehmer geringer, für kapitalunwürdige höher als der Signalisierungsnutzen sind.

Die Verpflichtung, Informationen über die wahre Vermögenslage sowie den tatsächlichen Geschäftsverlauf regelmäßig zu veröffentlichen, genügt nur dann den geforderten Signaleigenschaften, wenn eine wirksame Kontrolle stattfindet und im Falle der Nichteinhaltung empfindliche Sanktionen drohen. Dies gilt analog für eine Selbstbeschränkung bezüglich der Gewinnverwendung.

Die geforderten Signaleigenschaften werden erfüllt, wenn sich die Betroffenen einer wirkungsvollen gesetzlichen Regulierung unterwerfen. Prinzipiell können Publikations- und Prüfungsverpflichtungen sowie die auf den veröffentlichten Informationen beruhenden Handlungseinschränkungen auch privatvertraglich vereinbart werden (vgl. SCHILDBACH (1986)). Ob die privatwirtschaftlich verfügbaren Kontroll- und Sanktionsmöglichkeiten ausreichen, um die geforderten Signalbedingungen zu erfüllen, ist grundsätzlich denkbar, läßt sich aber nicht pauschal bejahen.

### 3.4 Gestaltungsempfehlungen

Die vorangegangenen Überlegungen haben gezeigt, daß gesetzliche Publizitäts- und Prüfungsvorschriften ein wirksames Instrument zur Beseitigung wohlfahrtsmindernder Informationsasymmetrien darstellen. Einheitliche Publizitätsnormen erleichtern die Wirtschaftsprüfung sowie die Informationsinterpretation und den Informationsvergleich. Andererseits wäre es begrüßenswert, wenn den Kapitalmarktteilnehmern mehr Auswahlmöglichkeiten zur Verfügung gestellt werden, damit sie analog zur Rechtsformwahl die für sie geeignetsten Publikations- und Prüfungsvorschriften auswählen können (vgl. HAX (1988), S. 198f.). Aber selbst dann beraubt man die Kapitalmarktteilnehmer der Möglichkeit, auf privatwirtschaftlichem Wege geeignetere und kostengünstigere Publizitäts- und Prüfungsverpflichtungen einzugehen. Ein freiwilliges Interesse hierzu besteht.

Den Kapitalmarktteilnehmern sollte es deshalb vorbehalten sein zu entscheiden, ob sie sich gesetzlichen Publizitäts- und Prüfungsvorschriften verbindlich unterwerfen wollen oder privatrechtliche Vereinbarungen vorziehen. Dieses Wahlrecht ermöglicht ein Wettbewerb zwischen staatlichen und privaten Standards. Es ist einer Pauschalregulierung überlegen, da ein Emittent unter Wettbewerbsbedingungen nur dann freiwillige privatrechtliche Vereinbarungen gesetzlichen Publizitäts- und Prüfungspflichten vorziehen wird, wenn hierdurch geringere Agency-Kosten (z.B. in Form niedrigerer Signalisierungskosten) auftreten. Ein allgemeiner Publizitäts- und Prüfungszwang wäre ineffizient, da sich die Kapitalmarktteilnehmer in den Fällen, in denen staatliche Regulierung vorteilhafter ist, ohnehin den gesetzlichen Prüfungs- und Publizitätspflichten

unterwerfen, in allen anderen Fällen aber auf kostengünstigere privatwirtschaftliche Verpflichtungen verzichten müßten.

### Zusammenfassung

Insiderhandelsverbote, Rechnungslegungsvorschriften und Wirtschaftsprüfungspflichten bilden die Basis für eine Informationsregulierung des Kapitalmarktes. Obwohl der Insiderhandel neben einer Reihe von Nachteilen auch nicht zu vernachlässigende Vorteile mit sich bringt, empfiehlt sich aus institutionenökonomischer Sicht ein gesetzliches Insiderhandelsverbot. Privatrechtliche Regelungen scheitern an dem zu geringen Sanktionspotential. Damit nicht alle Vorteile des Insiderhandels einem Pauschalverbot zum Opfer fallen, sollte das Insiderhandelsverbot mit einer Derogationsoption verbunden werden. Den im Zuge von Insiderhandelsverboten entstehenden Beeinträchtigungen der Informationseffizienz des Kapitalmarktes muß nicht zwangsläufig durch allgemeinverbindliche Prüfungs- und Publizitätsvorschriften entgegengewirkt werden. Es ist vielmehr effizient, einen Wettbewerb zwischen öffentlichen und privaten Standards zu installieren.

### Summary

Laws against insider trading, disclosure and auditing rules are the basis for information regulation of capital markets. Although the economic effects of insider dealing are mixed, institutional economics favors a prohibition of insider trading to minimize the negative effects. Private regulation to order for insider trading fails because of weak disciplinary mechanisms. To prevent overregulation corporations should have the right to opt out of the general ban on insider trading. The impairment of information efficiency by laws against insider trading must not automatically be countered by public disclosure and auditing rules. It is efficient to install competition among public and private disclosure and auditing standards.

### Literatur

- AKERLOF, G. A. (1970): The Market for ‚Lemons‘: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, in: *Quarterly Journal of Economics*, 84, S. 488–500.
- ARROW, K. J. (1971): *Essays in the Theory of Risk-Bearing*, Chicago.
- BALLWIESER, W. (1985): Ergebnisse der Informationsökonomie zur Informationsfunktion der Rechnungslegung, in: STÖPPLER, S. (Hrsg.): *Information und Produktion – Beiträge zur Unternehmenstheorie und Unternehmensplanung*, Stuttgart, S. 21–40.
- BERLE, A. A./MEANS, G. C. (1932): *The Modern Corporation and Private Property*, New York.
- BENSTON, G. J. (1976): *Corporate Financial Disclosure in the UK and the USA*. Institute of Chartered Accountants in England and Wales, Saxon House.
- BUSSE v. COLBE, W. (1987): Die neuen Rechnungslegungsvorschriften aus betriebswirtschaftlicher Sicht, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 39, S. 191–205.
- CARLTON, D. W./FISCHEL, D. R. (1983): The Regulation of Insider Trading, in: *Stanford Law Review* 35, S. 857–895.
- COPELAND, T. E./GALAI, D. (1983): Information Effects on the Bid Ask Spread, in: *The Journal of Finance* 38, S. 1457–1469.

- DEMSETZ, H. (1969): Perfect Competition, Regulation, and the Stock Market, in: MANNE, H. (Hrsg.): *Economic Policy and the Regulation of Corporate Securities*, Washington.
- DEMSETZ, H. (1986): Corporate Control, Insider Trading, and Rates of Return, *American Economic Review* 76, S. 313–316.
- DENNERT, J. (1991): Insider Trading, in: *Kyklos* 44, S. 181–202.
- DOOLEY, M. P. (1980): Enforcement of Insider Trading Restrictions, in: *Virginia Law Review* 66, S. 1–73.
- EASTERBROOK, F. H. (1985): Insider Trading as an Agency Problem, in: PRATT, J. W./ZECKHAUSER, R. J. (Hrsg.): *Principles and Agents: The Structure of Business*, S. 81–101.
- ENGEL, G. (1981): Zur Problematik eines gesetzlichen Verbots von Insider-Geschäften, in: DUWENDAG, D./ROSE, K./WILLE, E. (Hrsg.): *Jahrbuch für Sozialwissenschaft* 42, S. 388–407.
- EWERT, R. (1986): *Rechnungslegung, Gläubigerschutz und Agency-Probleme*, Wiesbaden.
- EWERT, R. (1990): *Wirtschaftsprüfung und asymmetrische Information*, Berlin 1990.
- FAMA, E. F. (1970): Efficient Capital Markets, in: *Journal of Finance* 25, S. 383–417.
- FAMA, E. F./LAFFER, A. (1971): Information and Capital Markets, in: *Journal of Business* 44, S. 289–298.
- FAMA, E. F./JENSEN, M. C. (1983): Separation of Ownership and Control, in: *Journal of Law and Economics* 26, S. 301–325.
- FELDHOFF, M. (1992): Versagt der Markt für Informationen? Eine spieltheoretische Analyse, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 44, S. 1012–1022.
- FINNERTY, J. E. (1976): Insiders and Market Efficiency, in: *Journal of Finance* 31, S. 1141–1148.
- GLOSTEN, L. R./MILGROM, P. R. (1985): Bid-Ask And Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogenously Informed Traders, in: *Journal of Financial Economics* 14, S. 71–100.
- GONEDES, N. J./DOPUCH, N. (1974): Capital Market Equilibrium, Information Production, and Selecting Accounting Techniques: Theoretical Framework and Review of Empirical Work, in: *Studies on Financial Accounting Objectives, Journal of Accounting Research* 12, Supplement, S. 48–130.
- GROSSMAN, S. J./STIGLITZ, J. E. (1976): Information and Competitive Price Systems, in: *American Economic Review* 66, S. 648–665.
- GROSSMAN, S. J./STIGLITZ, J. E. (1980): On the Impossibility of Informationally Efficient Markets, in: *American Economic Review* 70, S. 393–408.
- HAKANSSON, N. H./KUNKEL, J. G./OHLSON, J. A. (1982): Sufficient and Necessary Conditions for Information to have Social Value in Pure Exchange, in: *Journal of Finance* 37, S. 1169–1181.
- HAX, H. (1988): Rechnungslegungsvorschriften – Notwendige Rahmenbedingungen für den Kapitalmarkt?, in: DOMSCH, M./EISENFÜHR, F./ORDELHEIDE, D./PERLITZ, M. (Hrsg.): *Unternehmenserfolg. Planung – Ermittlung – Kontrolle*, Wiesbaden, S. 187–201.
- HAYEK, F. A. v. (1969): Arten des Rationalismus, in: *Freiburger Studien. Gesammelte Aufsätze von F. A. von HAYEK*, Freiburg, S. 75–89.
- HIRSHLEIFER, J. (1971): The Private and Social Value of Information and the Reward to Inventive Activity, in: *American Economic Review* 61, S. 561–574.
- HOPT, K. J./WYMEERSCH, E. (Hrsg.) (1991): *European Insider Dealing*, London.
- HOPT, K. J./WILL, M. R. (1973): *Europäisches Insiderrecht*, Stuttgart.
- JAFFE, J. F./WINKLER, R. L. (1976): Optimal Speculation Against an Efficient Market, in: *Journal of Finance* 31, S. 49–61.
- JAFFE, J. F. (1974): Special Information and Insider Trading, in: *Journal of Business* 47 S. 410–428.

- JENSEN, M. C./MECKLING, W. H. (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: *Journal of Financial Economics* 3, S. 305–360.
- KAY, J. (1980): Comment of KING/ROELL: Insider Trading, in: *Economic Policy* 6, S. 187–189.
- KELLY, W. A./NARDINELLI, C./WALLACE, M. S. (1987): Regulation of Insider Trading: Rethinking SEC Policy Rules, in: *Cato Journal* 7, S. 441–450.
- KIRZNER, I. M. (1978): *Wettbewerb und Unternehmertum*, Tübingen.
- KOHLER, K. (1991): Inside Information in Mergers and Acquisitions Including Leveraged Buy-outs – A German Viewpoint, in: HOPT, K. J./WYMEERSCH, E. (Hrsg.): *European Insider Dealing*, London, S. 263–271.
- LEVMORE, K. J. (1982): Securities and Secrets: Insider Trading and the Law of Contracts, in: *Vanderbilt Law Review* 68, S. 117–163.
- LORIE, J. H./NIEDERHOFFER, V. (1968): Predictive and Statistical Properties of Insider Trading, *Journal of Law and Economics* 11, S. 35–51.
- MANNE, H. (1966): *Insider Trading and the Stock Market*, New York.
- MARSHALL, J. M. (1974): Private Incentives and Public Information, in: *American Economic Review* 64, S. 373–390.
- MENDELSON, M. (1969): Book Review, in: *University of Pennsylvania Law Review* 117, S. 470ff.
- MISES, L. v. (1940): *Nationalökonomie. Theorie des Handelns und Wirtschaftens*, Genf.
- OBERENDER, P./DAUMANN, F. (1992): Verbot von Insidergeschäften im Börsenhandel? Eine ordnungstheoretische Analyse, in: *Ordo*, Jahrbuch für die Ordnung von Wirtschaft und Gesellschaft 43, S. 255–265.
- PEISELER, E. (1990): *Computerinformationssysteme. Eine ökonomische und rechtliche Analyse*, Münster.
- PFISTER, B. (1981): Der Standard der Insiderdiskussion, in: *Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht* 10, S. 318–347.
- REILLY, F. K. (1985): *Investment Analysis and Portfolio Management*, New York.
- ROSS, S. A. (1979): Disclosure Regulations in Financial Markets: Implications of Modern Finance Theory and Signalling Theory, in: EDWARDS, F. R. (Hrsg.): *Issues in Financial Regulation*, New York, S. 170–212.
- SCHILDBACH, T. (1986): *Jahresabschluss und Markt*, Berlin.
- SCHMIDT, H. (1984): Disclosure, Insider Information and Capital Market Functions, in: HOPT, K. J./TEUBNER, G. (Hrsg.): *Corporate Governance and Directors' Liabilities: Legal, Economical and Sociological Analysis on Corporate Social Responsibility*, Berlin, S. 338–353.
- SCHMIDT, H. (1988): *Wertpapierbörsen*, München.
- SCHMIDT, H. (1991): Insider Regulation and Economic Theory, in: HOPT, K. J. und E. WYMEERSCH (Hrsg.): *European Insider Dealing*, London, S. 21–37.
- SCHMIDT, R. H. (1982): Rechnungslegung als Informationsproduktion auf nahezu effizienten Kapitalmärkten, in: *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung* 34, S. 728–748.
- SCHNEIDER, D. (1993a): Ökonomische Theorie der Unternehmung, in: OTT, C./SCHÄFER, H.-B. (Hrsg.): *Die ökonomische Theorie der Firma und ihre Fruchtbarkeit für rechtswissenschaftliche Fragestellungen*, Berlin 1993.
- SCHNEIDER, D. (1993b): Wider Insiderhandelsverbot und die Informationseffizienz des Kapitalmarkts, in: *Der Betrieb* 46, S. 1429–1435.
- SCHOTLAND, R. (1967): Unsafe at Any Price: A Reply to Manne. Insider Trading and the Stock Market, in: *Vanderbilt Law Review* 53, S. 1425–1429.
- SCHUMPETER, J. A. (1928): Unternehmer, in: *Handwörterbuch der Staatswissenschaften*, 4. Aufl., Bd. 8, Jena, S. 476–487.

- SCOTT, K. E. (1980): Insider Trading: Rule 10b-5, Disclosure and Corporate Privacy, in: *Journal of Legal Studies* 11, S. 801–817.
- SEYHUN, N. H. (1986): Insiders' Profits, Costs of Trading, and Market Efficiency, in: *Journal of Financial Economics* 16, S. 189–212.
- SPREMANN, K. (1988): Reputation, Garantie, Information, in: *Zeitschrift für Betriebswirtschaft* 58, S. 613–629.
- STIGLITZ, J. E. (1981): Pareto Optimality and Competition, in: *The Journal of Finance* 36, S. 235–251.
- VERRECCHIA, R. E. (1982): The Use of Mathematical Models in Financial Accounting, in: *Journal of Accounting Research* 20, Supplement, S. 1–42.
- WALZ, W. R. (1993): Ökonomische Rechnungslegungstheorien vor den Toren des Bilanzrechts, in: WAGNER, F. W. (Hrsg.): *Ökonomische Analyse des Bilanzrechts. Entwicklungslinien und Perspektiven*, *Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft* 32, S. 85–106.
- WATTS, R. L./ZIMMERMANN, J. L. (1986): *Positive Accounting Theory*, Englewood Cliffs.
- WENGER, E. (1986): Zur ökonomischen Problematik von Insider-Regeln, *unveröffentlichter Habilitationsvortrag*, München.
- WYMEERSCH, E. (1991): The Insider Trading Prohibition in the EC Member States: A Comparative Overview, in: HOPT, K. J./WYMEERSCH, E. (Hrsg.): *European Insider Dealing*, London, S. 65–128.