

BETRIEBSWIRTSCHAFTLICHE FORSCHUNG UND PRAXIS

UB

Begründet durch Professor (em.) Dr. Dres. h. c. Wilhelm Hasenack

Herausgeber:

Professor Dr. Günter Sieben,
Professor Dr. Manfred Jürgen Matschke,
Professor Dr. Thomas Schildbach

Schriftleitung:

Dr. Helmut Maltry, Carsten Garbisch

46. Jahrgang 1994

416 142 181 500 11



8 Z 92-19(46

nwb

Verlag Neue Wirtschafts-Briefe
Herne/Berlin



80792-19 (46)

Inhaltsverzeichnis

Die Zahlen in Klammern bedeuten das Heft, die zweite Zahl die Seite.

Die Heftthemen des Jahres 1994 lauten:

Realisationsprinzip und Rückstellungsbildung	(1)	1 – 84
Insider-Regelungen im Spannungsfeld von Praktikabilität	(2)	85 – 176
Restrukturierung von Unternehmen	(3)	177 – 276
Outsourcing	(4)	277 – 408
Aktuelle Probleme der Unternehmensbewertung	(5)	409 – 498
Umwelt-Auditing	(6)	499 – 630

I. Beiträge zum Thema, zur theoretischen und zur angewandten Betriebswirtschaftslehre

<i>Baetge, Jörg – Krause, Clemens: Eine Berücksichtigung des Risikos bei der Unternehmensbewertung – eine empirisch gestützte Betrachtung des Kalkulationszinses</i>	(5)	433
<i>Bartscher, Thomas: Beurteilungsbogen für Auszubildende als Personalinformationsinstrument – Vorschläge für ihre Gestaltung und Ergebnisse einer empirischen Untersuchung</i>	(1)	66
<i>Bliesener, Max-Michael: Outsourcing als mögliche Strategie zur Kostensenkung</i>	(4)	277
<i>Braun, Thomas: Zur Bilanzierung betrieblicher Sicherungsgeschäfte: Ein Ansatz zur Objektivierung der Zweckbestimmung von Hedgingmaßnahmen</i>	(2)	152
<i>Cristiansen, Alfred: Das Erfordernis der wirtschaftlichen Verursachung ungewisser Verbindlichkeiten vor dem Hintergrund der Rechtsprechung des Bundesfinanzhofs – Versuch einer kritischen Analyse</i>	(1)	25
<i>Dirrigl, Hans: Konzepte, Anwendungsbereiche und Grenzen einer strategischen Unternehmensbewertung</i>	(5)	409
<i>Fischer, Marc: Make-or-Buy der Distributionsleitung – Überlegungen aus transaktionskostentheoretischer Sicht</i>	(4)	291
<i>Förschle, Gerhart – Mandler, Udo: Umwelterklärung, Umweltgutachter und Wirtschaftsprüfung</i>	(6)	521
<i>Heuer, Frank: siehe Knüppel, Lothar –</i>		
<i>Heuvels, Klaus: Praktische Probleme und Erfahrungen bei der Durchführung eines Umwelt-Audits nach der EG-Öko-Audit-Verordnung</i>	(6)	540
<i>Höge, Robert: siehe Reiß, Michael –</i>		
<i>Hopt, Klaus-Jürgen: Rechtsprobleme des europäischen und deutschen Insiderrechts</i>	(2)	85
<i>Janzen, Henrik: siehe Wagner, Gerd R. –</i>		

<i>Klein, Werner – Paarsch, Angelika: Aufbau eines Restrukturierungskonzeptes</i>	(3)	177
<i>Knolmayer, Gerhard: Zur Berücksichtigung von Transaktions- und Koordinationskosten in Entscheidungsmodellen für Make-or-Buy-Probleme</i>	(4)	316
<i>Knüppel, Lothar – Heuer, Frank: Eine empirische Untersuchung zum Outsourcing aus der Sicht potentieller und tatsächlicher Nutzer</i>	(4)	333
<i>Kohlbeck, Felix: siehe Steinle, Klaus – Krause, Clemens: siehe Baetge, Jörg – Kühl, Detlev: siehe Nieder, Peter – Lawa, Dieter: siehe Steinle, Klaus – Lemser, B.: siehe Matschke, Manfred J. – Mandler, Udo: siehe Förtschle, Gerhart – Matschke, Manfred J. – Lemser, B. – Tillmann, A: Die EU-Umwelt-Audit-Verordnung – Inhalt und kritische Würdigung</i>	(6)	499
<i>Möller, Andreas: Das neue Insiderrecht – Eckpfeiler funktionsfähiger Wertpapiermärkte</i>	(2)	99
<i>Nieder, Peter – Kühl, Detlev: Warum brauchen Unternehmen ein Veränderungs-Management?</i>	(3)	190
<i>Paarsch, Angelika: siehe Klein, Werner – Pott, Philipp: Entscheidungsbindung und Entscheidungsrevision</i>	(3)	246
<i>Reiß, Michael – Höge, Robert: Schlanke Controlling in segmentierten Unternehmen</i>	(3)	210
<i>Rudolph, Bernd: Betriebswirtschaftliche Beurteilung des Insiderhandelsverbots</i>	(2)	114
<i>Schadow, Ernst: Ökologische Schwachstellenanalyse in der betrieblichen Praxis – ein wichtiger Beitrag zum TQM</i>	(6)	556
<i>Schwarze, Hans-Joachim: Insiderregelungen im Spannungsfeld der Praktikabilität</i>	(2)	124
<i>Siegel, Theodor: Das Realisationsprinzip als allgemeines Periodisierungsprinzip?</i>	(1)	1
<i>Siegel, Theodor: Unternehmensbewertung, Unsicherheit und Komplexitätsreduktion</i>	(5)	457
<i>Steinle, Claus – Lawa, Dieter – Kolbeck, Felix: Strategieentwicklung und strategisches Controlling – Plädoyer für eine klare Aufgabentrennung und Gestaltungshinweise zum Zusammenwirken</i>	(4)	376
<i>Tillmann, A.: siehe Matschke, Manfred J. – Vogel, Karl W.: Die Krise nutzen: Umfassende Restrukturierung als Chance für deutsche Unternehmen</i>	(3)	225
<i>Wagner, Franz W.: Unternehmensbewertung und vertragliche Abfindungsbemessung</i>	(5)	477
<i>Wagner, Gerd R. – Janzen, Henrik: Umwelt-Auditing als Teil des betrieblichen Umwelt- und Risikomanagements</i>	(6)	573
<i>Wirl, Franz: Rentabilität von EVU-seitigen Energiesparprogrammen</i>	(4)	396

II. Meinungsspiegel

Mit Meinungen zum Thema von

<i>Baetge, Jörg</i>	(1)	39
<i>Ballwieser, Wolfgang</i>	(1)	39
<i>Bartels, Peter</i>	(1)	39
<i>Bäumer, Christian</i>	(4)	358
<i>Bühner, Rolf</i>	(3)	236
<i>Dieter, Werner</i>	(3)	236
<i>Fels, Gerhard</i>	(3)	236
<i>Hamer, Eberhard</i>	(4)	358
<i>Kalaitzis, Dimitrios</i>	(4)	358
<i>Kurz, Rudi – Spiller, Achim</i>	(6)	605
<i>Martini, Eberhard</i>	(2)	136
<i>zur Megede, Friedrich-Carl</i>	(2)	136
<i>Schäfer, August</i>	(2)	136
<i>Schreib, Hans Peter</i>	(2)	136
<i>Schulze-Osterloh, Joachim</i>	(1)	39
<i>Seidel, Eberhard</i>	(6)	605
<i>Sietz, Manfred</i>	(6)	605
<i>van Someren, Taco C. R.</i>	(6)	605
<i>Streim, Hannes</i>	(1)	39
<i>Szyperski, Norbert</i>	(4)	358
<i>Wingefeld, Volker</i>	(4)	358

III. Buchbesprechungen

- Copeland, Tom – Koller, Tim – Murrin, Jack:*
 Unternehmenswert: Methoden und Strategien für eine
 wertorientierte Unternehmensführung (*Hardtmann*) (3) 272
- Ganter, Hans-Dieter – Schienstock, Gerd (Hrsg.):*
 Management aus soziologischer Sicht. Unternehmensführung,
 Industrie- und Organisationssoziologie. (*Strunz*) (6) 628
- Lippross, Otto-Gerd: Allgemeines Steuerrecht (Stapper)* (3) 275
- Steinle, Claus – Bruch, Heike (Hrsg.): Führung und Qualifizierung.*
 Handlungsweise für die Praxis in den Bundesländern (*Schlese*) (6) 626
- Weilenmann, Paul – Fickert, Reiner: Strategie-Controlling*
 zwischen Theorie und Praxis (*Hardtmann*) (2) 171
- Wittmann, Waldemar – Kern, Werner – Köhler, Richard –*
Küpper, Hans-Ulrich – v. Wysocki, Klaus (Hrsg.):
 Handwörterbuch der Betriebswirtschaft (*Diedrich*) (6) 624
- Der Präsident des Bundesfinanzhofs (Hrsg.):*
 75 Jahre Reichsfinanzhof – Bundesfinanzhof (*Bordewin*) (2) 174

IV. Stichwortverzeichnis

- Abfindungsbemessung (478)
- Abschreibung (9, 59, 63)
 - Teilwertabschreibung (59, 63)
- ad hoc-Publizität (95, 108, 118, 130)
- Agency-Theorie (116, 294, 322)
- Aktionär (114, 121)
 - „kontrollierender“ Aktionär (121)
- Alternative (246, 247)
 - Nachleistungsalternative (247)
 - Vorleistungsalternative (247)
- Ausbildung (66, 69, 71, 76, 77)
 - serfolg (77)
 - Auszubildender (66)
 - Auszubildendenbeurteilung (71, 76)
 - Beurteilungsbogen (69)
- Beratungsstrategie (202)
- Bilanz (9, 34, 48, 51)
 - auffassung (51)
 - dynamische Bilanzauffassung (34, 51)
 - statische Bilanzauffassung (51)
 - Handelsbilanzrecht (9, 48)
- Bindungsmodell (248)
- Bundesaufsichtsamt für den Wertpapierhandel (110, 133)
- Bundesfinanzhof (14, 26, 29, 44)
 - Rechtsprechung des BFH (26, 29)
- Capital Asset-Pricing Model (CAPM) (417, 433, 437)
- Compliance (148, 535)
 - Prinzip (148)
 - Audit (535, 546)
- Controlling (215, 216, 219, 221, 287, 376)
 - Rumpf-Controlling (219)
 - „schlankes“ Controlling (216)
 - segmentierungsgerechtes Controlling (215)
 - strategisches Controlling (376)
 - Total-Controlling (221)
- Diversifikation (155, 245)
 - seffekt (155)
- EU-Öko-Audit-Verordnung (499, 521, 540, 556, 573)
- EU-Richtlinie zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte (86, 99, 112, 134)
- EU-Umwelt-Audit-Verordnung (499, 521, 540, 556, 573, 604, 610)
- Entscheidung (246, 250, 253, 260, 319, 457)
 - sbindung (246, 260)
 - smodell (319)
 - ssituation (457)
 - stheorie (250, 253)
 - praktisch-normative Entscheidungstheorie (250, 253)
 - empirisch-realistische Entscheidungstheorie (253)
- Entscheider (250)
- Ertragswert (409, 427)
 - konzept (427)
 - „Krise des Ertragswertes“ (409)
- Europäischer Wirtschaftsraum (EWR) (226)
- Gläubigerschutz (8, 48)
- Going-concern (17)
- Handelsbilanzrecht (9, 48)
- Hedging (154, 160, 162)
 - geschäfte (162)
 - maßnahmen (154)
 - instrumente (160)
- Hierarchie (190, 304)
- Imparitätsprinzip (34, 153)
 - imparitätische Einzelbewertung (153)
- Information (89, 106, 116, 119, 144, 196, 204, 350)
 - sbasis (204)
 - seffizienz (119)
 - sverarbeitung (350)
 - svorsprung (144)
- Insider-Information (89, 106)
- hidden information (116)
- Insider
 - gewinne (121)
 - handelsrichtlinie (86, 99, 112, 134)
 - handelsverbot (92, 119)
 - papiere (92, 101)
 - recht (86, 91, 99, 101, 112, 115, 124, 134, 136, 141, 147)
 - deutsches Insiderrecht (91, 101, 115, 124, 125, 136, 141, 147)
 - Wertpapierhandelsgesetz (91, 125)
 - Zweites Finanzmarktförderungsgesetz (101, 115, 141, 147)
 - europäisches Insiderrecht (86, 99, 112, 134)
 - tatsache (103)
 - verstoß (92, 119)
 - Insider-Information (89, 106)
 - Marktinsider (117)
 - Primärinsider (92, 103, 115, 126)
 - Sekundärinsider (92, 107, 115, 126)
 - Unternehmensinsider (121)

- Kalkulationszins (433, 437)
- Kapital (59, 63)
- erhaltung (59)
 - gesellschaft (63)
- Knebelungsklausel (490)
- Komplexitätsreduktion (367, 457)
- Kosten (10, 33, 210, 295, 316, 319, 322, 349)
- senkung (295, 316, 319, 349)
 - Koordinationskosten (316)
 - Teilkosten (10)
 - Transaktionskosten (295, 322)
 - Umsatzkostenverfahren (33)
 - Vollkosten (10)
- Lean-Management (244, 316, 359)
- leistungswirtschaftliche Maßnahmen (185)
- Lieferanten (285, 286)
- analyse (285)
 - partnerschaften (286)
- Make-or-Buy-Problemkreis (278, 291, 316, 359)
- Management (siehe unten)
- Facilities Management (317)
 - Lean-Management (244, 316, 359)
 - Restrukturierungsmanagement (184)
 - Risikomanagement (573)
 - Total-Quality-Management (556)
 - Umweltmanagement (501, 528, 547, 573)
 - Veränderungs-Management (192)
- Marketing (291, 292)
- Instrumente (292)
- Marktversagen (116)
- Netzwerkstrategie (202)
- Neue Institutionenlehre (291, 294)
- Outsourcing (220, 244, 277, 278, 282, 287, 291, 316, 359, 363)
- Entscheidungen (278, 287)
 - Prozeß (282)
 - Make-or-Buy-Problemkreis (278, 291, 316, 359)
- Pareto-Optimum (116)
- Passivierungsgrundsatz (52)
- Performance-Audit (537)
- Periodisierungsprinzip (9)
- Portefeuille (164)
- Programmierungsmodell (320)
- Realisationsprinzip (1, 4, 5, 12, 29, 31, 33, 40)
- „klassisches“ Realisationsprinzip (5, 33)
 - Realisationsprinzip nach Moxter (4, 12, 31)
- Rechenschaftszweck (59)
- Restrukturierung (178, 182, 184, 191, 210, 236)
- skonzept (178)
 - smanagement (184)
 - smaßnahmen (236)
 - sstrategie (182)
 - svorhaben (191)
 - proaktive Restrukturierung (210)
- Risiko (440, 463, 468, 573)
- management (573)
 - messung (440)
 - profilmethode (468)
 - zuschlag (463)
- Rückstellung (12, 25, 50, 52, 53, 58)
- sbildung (12, 25, 50)
 - Ansammlungsrückstellung (50, 53)
 - Rekultivierungsrückstellung (52)
 - Verbindlichkeitsrückstellung (52)
 - Vollrückstellung (50, 58)
- Schwachstellenanalyse (559)
- Securities and Exchange Commission (87)
- Segmentierung (210, 213, 215)
- Fertigungssegmentierung (213)
 - Geschäftssegmentierung (213)
 - Prozeßsegmentierung (213)
 - segmentierte Unternehmen (210)
 - segmentierungsgerechtes Controlling (215)
- Shareholder Value-Analyse (415)
- Sicherheitsäquivalenzmethode (465)
- Sicherungsmaßnahmen (156, 161)
- betriebliche Sicherungsmaßnahmen (161)
- Standortproblem (226, 233, 237)
- Standort Deutschland (226, 237)
- Strategie (182, 202, 376, 377, 409)
- entwicklung (377)
 - Beratungsstrategie (202)
 - Netzwerkstrategie (202)
 - Restrukturierungsstrategie (182)
 - strategisches Controlling (376)
 - strategische Unternehmensbewertung (409)
- Struktur (227, 234, 235, 239, 241)
- krise (227, 235, 241)
 - veränderung (239)
 - Führungsstruktur (234)
 - Restrukturierung (siehe „Restrukturierung“)
- Synergieeffekt (422)
- TA Luft (12, 43, 56)
- Test-Audit (542)
- Tipping (90, 92)
- Total-Quality-Management (556)

Stichwortverzeichnis

Umsatzkostenverfahren (33)

Umwelt (siehe unten)

-Auditing (499, 521, 540, 556, 573, 605, 615)

-betriebsprüfung (501)

-gesetzgebung (499, 528)

-gutachter (524, 551, 613)

-management (501, 528, 547, 573)

Unsicherheit (462, 463)

-sberücksichtigung (463)

Unternehmen (121, 178, 210, 409, 434, 457)

-sbewertung (409, 434, 457)

-sinsider (121)

Restrukturierung von Unternehmen

(siehe „Restrukturierung“)

segmentierte Unternehmen (210)

strategische Unternehmensbewertung (409)

Vollständigkeitsprinzip (35, 50)

Vorsichtsprinzip (8, 16, 49, 55)

wirtschaftliche Verursachung (4)

Wertpapierhandelsgesetz (91, 125)

Zweites Finanzmarktförderungsgesetz

(101, 115, 141, 147)

Betriebswirtschaftliche Beurteilung des Insiderhandelsverbots

Von Prof. Dr. Bernd Rudolph, München *)

Die 1988/89 vollzogene „Wende“ in der ökonomischen Beurteilung der Insiderregulierung in Deutschland korrespondiert mit der wachsenden Bedeutung institutioneller Investoren für die Börse. Institutionelle Investoren operieren im Sinne des Asset Allocation-Ansatzes „liquidity driven“ und haben daher ein vehementes Interesse an der Eliminierung von nicht „handelbaren“ Informationsvorsprüngen einzelner Marktteilnehmer. Vor diesem Hintergrund werden in dem Beitrag die Gesamtwirkungen der Insiderregulierung auf die Informationseffizienz und Liquidität des Marktes sowie die Kapitalkosten und die Investitionsbereitschaft der Unternehmen untersucht. Darüber hinaus werden mögliche Anreizwirkungen des Insiderhandels für Management und „kontrollierende“ Aktionäre diskutiert.

1 Problemstellung

Deterministische Systeme, die bei marginalen Abweichungen oder Variationen der Ausgangsbedingungen zu einem stark abweichenden Systemverhalten auf lange Sicht führen und sich insoweit „exponentiell instabil“ verhalten, bezeichnet man heute als chaotische Systeme.¹ Ausgehend von dieser Definition kann man die These formulieren, daß die ökonomische Beurteilung des Insiderhandels von Wertpapieren wichtige Eigenschaften eines chaotischen Systems aufweist.² Bei im wesentlichen übereinstimmenden und zum Teil nur in Nuancen abweichenden Prämissen kommen nämlich die Ökonomen zu sehr unterschiedlichen Urteilen, die von der vollständigen Ablehnung jeder Insiderregulierung über ein strenges Verbot jedes Insiderhandels bis zu dem Vorschlag reichen, den Insiderhandel je nach dem Votum der Unternehmenseigner zu verbieten oder zu gestatten (Derogationsvorbehalt).

Juristische Autoren haben früher die deutliche Zurückhaltung der Ökonomen bei der Auseinandersetzung mit dem Insiderproblem beklagt, konnten aber bei aller Zurückhaltung doch einen Konsens der grundsätzlichen Ablehnung jeden Insiderhandels vermuten³. Ob die Juristen heute die Analysen und Beiträge der Ökonomen mit größerem Nutzen zu Rate ziehen, darf bezweifelt werden, denn seit sich die Ökonomen deutlicher zu Wort melden, tun sie das, wie gesagt, mit zum Teil diametral entgegengesetzten Empfehlungen.

*) Seminar für Kapitalmarktforschung und Finanzierung an der Universität München

1 Ekeland, Ivar, Zufall, Glück und Chaos. Mathematische Expeditionen, Wien 1992, S. 103.

2 Allgemein zeigt Feldhoff (1992) mit Hilfe eines spieltheoretischen Ansatzes, daß sich die Wirkungen von Informationen in Mehrpersonenspielen drastisch ändern, wenn die Prämissen über die Informationsverteilung geringfügig geändert werden.

3 Vgl. z. B. Hopt (1991).

Besonders pointiert argumentiert beispielsweise Schneider, wenn er belegen will, „daß der rechtspolitischen Regelungsabsicht eines Insiderhandelsverbots stillschweigende Unterstellungen innewohnen, die ökonomisch unhaltbar sind. Die moralische Absicht der Gegner eines Insiderhandels, Schädigungen schwächer informierter Kapitalmarktteilnehmer zu vermeiden, hat sie zu Schlägen auf Pauken verleitet, die mit ökonomischen Eselsfellen bespannt sind, deren Löchrigkeit bereits vor einem halben Jahrhundert erste Untersuchungen über die Preisbildung in Zukunftsmärkten bloßgelegt haben.“⁴

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 veröffentlichenden 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.⁵ 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 Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen.

Die folgenden Überlegungen setzen sich mit den wesentlichen 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

4 Schneider (1993), S.1429.

5 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 v. 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 (1993), S. 601–607.

der Märkte und auf die mögliche Beeinflussung des Managerverhaltens sowie des Verhaltens von Großaktionären im Mittelpunkt der Betrachtungen stehen.⁶

2 Ökonomische Analyse des Insiderhandelsverbots

In der Literatur sind eine ganze Reihe gleichgewichtstheoretisch motivierter Untersuchungen vorgelegt worden, die die Zweckmäßigkeit bzw. Kostengünstigkeit eines Insiderhandelsverbots zur Vermeidung adverser Selektionsprozesse modellmäßig belegen.⁷ Die Modelle bauen auf der ökonomischen Agency Theorie auf, die bei hidden information-Situationen die Möglichkeit eines Marktversagens herausarbeiten. Das Verbot eines Insiderhandels kann in diesen Modellen zu einer Verbesserung der Situation auch für die Insider führen, 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.“⁸

Ohne sehr enge Annahmen wird in den Modelluntersuchungen allerdings 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 relevanten Wirkungsketten exemplarisch herausarbeiten. Ein Großteil der Literatur zur Insiderproblematik baut auf Partialanalysen auf.

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 „Insiderinformatio-

6 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 ff., 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.

7 So zeigt *Ausubel, L. M.: Insider Trading in a Rational Expectations Economy*, *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.

8 *Ausubel*, Fußnote 10, S. 1022–1023.

nen“ 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 Schneider treffend als Marktinsider bezeichnet.⁹ 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.“¹⁰ 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.“¹¹

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.“¹² 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 Schädigungen einzelner Anleger vermieden werden müßten, seit Manne¹³

9 Schneider, Fußnote 2, S. 1430.

10 § 13, Abs. 2 des Entwurfs des Gesetzes über den Wertpapierhandel und zur Änderung weiterer Gesetze (Zweites Finanzmarktförderungsgesetz).

11 Hopt, K.J.: Insiderwissen und Interessenkonflikte im europäischen und deutschen Bankrecht. In: Festschrift für Theodor Heinsius zum 65. Geburtstag, hrsg. von F. Kübler, H.-J. Mertens, W. Werner, Berlin 1991, S. 290; vgl. auch Hopt, K.J.: Überlegungen für ein deutsches Insider-Gesetz, in: Finanzmarkttheorie und Börsenstruktur, hrsg. von der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, Frankfurt a. M. 1992, S. 159.

12 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 9, S. 1022.

13 Manne, H. G.: Insider Trading and the Stock Market, New York und London 1966.

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.“¹⁴

Man kann diese Hypothese, Insiderhandel bewirke keine Schädigung einzelner Anleger, an dem Eintreffen einer negativen Nachricht verdeutlichen, die den (fundamentalen) Kurs einer Aktie von 200 auf 100 sinken lassen würde.

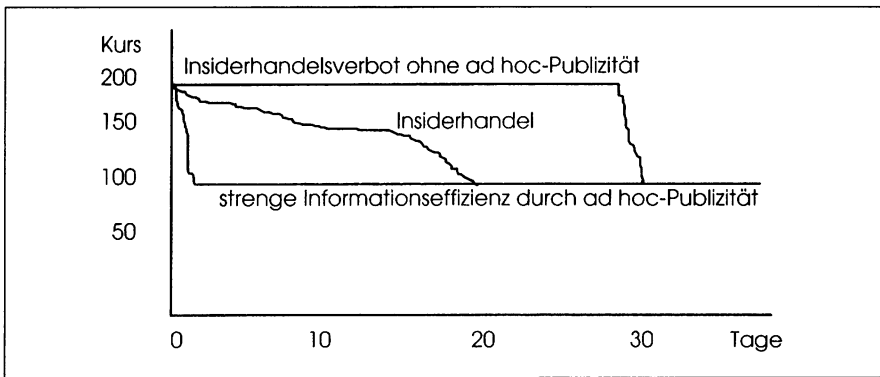


Abbildung 1

Im Zeitpunkt $t = 0$ sei der innere Wert der Aktie 200. Die Entscheidung über den Abbruch einer bis dahin erfolglosen Erdölbohrung führe dazu, daß der innere Wert der Aktie kurz nach $t = 0$ nur noch 100 beträgt. Die Abbildung macht nun deutlich, daß alle Käufer von Aktien bis zum 20. der Periode geschädigt werden, bis nämlich der Insiderhandel den Kurs auf 100 gesenkt hat. Diese Schädigung ist aber geringer als bei striktem Insiderhandelsverbot (ohne durchgesetzte ad hoc-Publizität). Bereichert werden die Insider und alle Verkäufer von Aktien bis zum 20. Tag. Die Bereicherung ist allerdings geringer als bei einem streng durchgesetzten Insiderhandelsverbot. Die umgekehrte Argumentation gilt für die Verkäufer der Aktie.

Das Beispiel verdeutlicht, daß es bei Insiderhandel Geschädigte und Begünstigte gibt, daß es aber durchaus schwierig erscheint, die Schädiger und die Geschädigten zu identifizieren.¹⁵ Darüber hinaus wird argumentiert, daß die Schädigung nicht durch den Insiderhandel, sondern, wenn

14 Manne, Fußnote 19, S. 61.

15 Vgl. dieses Beispiel und die Beurteilung bei Schneider (1993).

überhaupt, durch die nicht vollständige Informationseffizienz des Marktes bewirkt wird.

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 Verkauforders „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.¹⁶ Wenn man darüber hinaus berücksichtigt, daß wegen der Insider am Markt der Anreiz vermindert wird, Informationen zu sammeln oder im Reserarch zu produzieren, dann muß nicht einmal zwingend die Informationseffizienz zunehmen, wenn auf ein Insiderhandelsverbot verzichtet wird.

In der Literatur¹⁷ 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 und größere Geld-Brief-Spannen sowie höhere Risikoprämien der Aktien bewirken, d. h. ein insgesamt niedrigeres Kursniveau am Aktienmarkt. Niedrigere Kurse bewirken höhere Eigenkapitalkosten der Unternehmen, die zumindest Neuinvestitionen in den Fällen kapitalkostensensitiver Investitionen behindern.¹⁸

Ein Insiderhandelsverbot kann also die Informationseffizienz und die Liquidität des Marktes verbessern, und die Kapitalkosten der Unterneh-

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

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

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

men investitionsbegünstigend senken. Die definitiven Wirkungen eines Insiderhandelsverbots sind aber nicht eindeutig.

3 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.“¹⁹ In der Kritik an Manne wird allerdings auf mögliche „perverse incentive“-Probleme hingewiesen, wenn Manager in der Lage sind, Insiderinformationen selber zu „produzieren“. Es 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.“²⁰ 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.²¹

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 Straddle-Position, d. h. sie profitieren von besonders heftigen (von ihnen als Insidern voraussehbaren) Kursbewegungen in beiden Richtungen. Manager als

19 Manne, Fußnote 19, S. 110.

20 Franke, G.: Inside Information in Bank Lending and the European Insider Directive. In: European Insider Dealing, hrsg. von K. J. Hopt, E. Wymeersch, London 1991, S. 284.

21 Hopt, K. J.: Europäisches und deutsches Insiderrecht. In: Zeitschrift für Unternehmens- und Gesellschaftsrecht 20 (1991), S. 25.

Unternehmensinsider werden daher an einer vergleichsweise risikoreichen 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*²² 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 insofar as they are controlling shareholders.“²³ 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 kontraproduktiv 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.²⁴ Unabhängig davon könnte der Anreiz für Kontrollaktivitäten von Insider-Großaktionären von der Insidergesetzgebung dadurch ausgenommen werden, daß der Pakethandel ausdrücklich vom Insiderhandelsverbot befreit würde.²⁵

Einen Gesamtüberblick über die genannten Markt- und Anreizwirkungen gibt die folgende Abbildung 2.

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

23 *Demsetz*, Fußnote 27, S. 315. Kritische Anmerkungen zur Vorgehensweise wie zu den empirischen Belegen der Kontrollaktivitäten findet man bei Schörner, Fußnote 7, S. 239 ff.

24 Vgl. *Schörner*, Fußnote 8, S. 245 ff.

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

<i>Insiderhandel im Licht der ökonomischen Theorie</i>		
<i>Kriterium</i>	<i>Wirkung des Insiderhandels</i>	<i>Gegenargumente</i>
<i>Anlegerschutz</i>	– Übervorteilung und Vermögensumverteilung	– „victimless crime“
<i>Informationseffizienz</i>	– Insider bringen ihr Wissen früher an den Markt <ul style="list-style-type: none"> • vermindern Unsicherheit • vermindern Kapitalkosten • regen Investitionen an 	– strategisches Insiderverhalten: Zurückhalten und Verdecken – Marktteilnehmer investieren zuviel in Informationen, die anderswo bereits vorhanden sind
<i>Liquidität</i>	– Outsider (liquidity trader) verringern Marktengagement	– gilt für alle privaten Informationen
<i>Kapitalkosten</i>	– höhere Risikoprämien – höhere Bid-Ask-Spread	– gilt für alle privaten Informationen
<i>Investitionen</i>	– höhere Kapitalkosten als Investitionshemmnis	– nur kapitalkostenabhängige Investitionen
<i>Managementanreize</i>	– Anreiz für Unternehmertum und zusätzliche Anstrengungen	– „perverse incentives“ – Wirkungslosigkeit – Hohes Risiko
<i>Managerkontrolle</i>	– Ausgleich für Diversifikationsmangel der Anlagen von Großaktionären	– Optionen der Groß- und Kleinaktionäre
<i>Gesamtwirtschaftliche Effizienz</i>	?	?

Univ. Bibl. München

Abbildung 2

4 Ergebnis

Seit der etwa 1988 vollzogenen „Wende“ 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 „Wende“ 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 langfristig 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 kontinentaleuropäisch 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 langfristig orientierten Anleger fühlen sich durch Marktteilnehmer, die Informationsvorsprünge besitzen, eher betrogen als früher. Insoweit kann auch der empfohlenen buy and hold-Strategie nicht beigetreten 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.