

Wolfgang Weber

# Insider-Handel, Informationsproduktion und Kapitalmarkt

Eine institutionenökonomische Analyse

A 202175



557724

**GABLER**

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis .....	XV
Tabellenverzeichnis .....	XVII
Verzeichnis der verwendeten Symbole .....	XIX
Verzeichnis der Abkürzungen.....	XXI
<b>A. Einleitung .....</b>	<b>1</b>
1. Problemstellung.....	1
2. Gang der Untersuchung .....	5
<b>B. Begründungen für eine Regulierung des Insider-Handels - Übersicht und erste Analyse .....</b>	<b>9</b>
1. Nicht-ökonomische Begründungen der Insider-Regulierung .....	9
2. Anlegerschutz als Legitimationsgrundlage von Insiderregelungen	11
2.1 Ziele und Elemente des Anlegerschutzgedankens .....	11
2.2 Individualschutz der Anleger - die Schädigungshypothese..	13
2.3 Funktionenschutz - Beeinträchtigt der Insider-Handel die Funktionsfähigkeit der Wertpapiermärkte?.....	16
3. Rechtfertigung der Notwendigkeit ökonomischer Analyse von Informationswirkungen .....	18
<b>C. Insider-Handel und Kapitalmarkteffizienz -Schädigung durch Beeinträchtigung der Kapitalmarktfunktionen ?.....</b>	<b>22</b>
1. Informationen und Finanzmärkte - ein Überblick.....	22
1.1 Informationen als ökonomisches Gut - Eigenschaften und Bewertungsprobleme.....	22
1.1.1 Abgrenzung der betrachteten Informations-Kategorien	22
1.1.2 Das Problem der optimalen Allokation von Ressourcen zur Produktion von "Wissen" .....	24
1.1.3 Privater Wert von Informationen und der Anreiz zur Überproduktion von "foreknowledge" am Kapitalmarkt.....	29

1.2. Die Kommunikationsfunktion von Preisen als Ausgangsbasis zur Beurteilung des Insider-Handels .....	32
1.2.1 Die Funktionsfähigkeit des Marktmechanismus bei asymmetrischer Informationsverteilung .....	32
1.2.2 Die Aufdeckung privater Informationen durch das Preissystem bei rationalen Erwartungen .....	36
1.2.3 Optimale Allokation von Informationen durch Verkauf und Eigennutzung .....	42
2. Insider-Handel und die Informationseffizienz des Kapitalmarktes	47
2.1 Reaktionen der uninformierten Marktteilnehmer auf das Vorhandensein von Insidern .....	47
2.1.1 Das Argument der Schädigung der Outsider durch Verteilungseffekte .....	47
2.1.2 Ein Beispiel negativer Verteilungswirkungen: Preisstellung durch Market-Maker und der bid-ask-spread ...	51
2.1.3 Die Existenz einer "Insider-Trading-Steuer" unter Beachtung der Informationsfunktion der Aktienkurse..	57
2.1.4 Die Effizienz unterschiedlicher Handelsmechanismen bei Vorhandensein von Informationsrisiken.....	62
2.1.5 Die Frage nach der Erhöhung der Kapitalkosten durch Insider-Handel als erster Hinweis auf die Probleme sich überlagernder Effekte.....	68
2.2 Strategisches Verhalten von Insidern - Zweifel an der Verbesserung der Informationseffizienz des Marktes .....	70
2.2.1 Anreize zur Zurückhaltung von Informationen versus Kommunikation durch Preise.....	70
2.2.2 Strategisches Handeln von Insidern mit Monopolstellung .....	73
2.2.3 Strategisches Verhalten einer Gruppe von Insidern.....	80
2.2.4 Kosten der Informationsbeschaffung, unterschiedliche Informationsqualität und Markteffizienz.....	85
2.2.5 Beeinträchtigung der Preiseffizienz durch manipulative Nutzung von Informationen - ein relevantes Argument? .....	88
2.3 Insider-Handel und Informationseffizienz - ein Zwischenergebnis .....	93

<b>D. Insider-Handel - eine anreizkompatible Entlohnungsform in Principal/Agent-Beziehungen?</b> .....	152
1. Definition und Abgrenzung des Teilproblems .....	152
1.1 Insider-Handel als Entlohnungsform in Principal/Agent-Beziehungen .....	152
1.2 Insider-Handel als Anreiz zu unternehmerischem Verhalten .....	153
1.3 Insider-Handel als Mittel der Risikokompensation .....	155
2. Die Analyse des Insider-Handels im formalen Agency-Modell - Investitionsentscheidungen als Beispiel .....	157
2.1 Die Grundstruktur der formalen Agency-Analyse .....	157
2.2 Ein Agency-Modell zur Beurteilung von Insider-Handel am Beispiel von Investitionsentscheidungen .....	159
2.2.1 Der Aufbau des betrachteten Ansatzes .....	159
2.2.2 Projektauswahl und Unternehmenswert bei verbotem Insider-Handel .....	161
2.2.3 Projektauswahl und Unternehmenswert bei erlaubtem Insider-Handel .....	162
2.2.4 Vergleich der optimalen Entlohnungsschemata .....	164
2.3 Ergänzungen und Einschätzung der Ergebnisse .....	167
3. Leistungsanreize des Managements und Insider-Handel .....	172
4. Insider-Handel von Managern, Informationseffizienz und die interne Effizienz von Unternehmen .....	177
4.1 Auswirkungen des Insider-Handels von Managern auf die Produktion von Informationen .....	177
4.1.1 Anwendung der Kapitalmarkt-Argumente auf das Teilproblem .....	177
4.1.2 Insider-Handel als Signaling-Mechanismus für den Kapitalmarkt .....	178
4.1.3 Takeover-Aktivitäten und Insider-Handel .....	182
4.2 Mögliche Auswirkungen auf den Informationsfluß im Unternehmen .....	186

5. Insider-Handel im Vergleich mit anderen Entlohnungsformen.....	188
5.1 Jahresabschlußbezogene Entlohnung durch Prämiensysteme .....	188
5.2 Kapitalmarktbezogene Entlohnungsformen.....	189
5.2.1 Vorteile durch flexible Entlohnung mit Insider-Gewinnen? .....	189
5.2.2 Die Entlohnung durch Aktien und Aktienoptionen .....	193
6. Insider-Handel als Teil des Gehaltspaketes von Managern - ein Fazit .....	200
<b>E. Das Fehlen eindeutiger ökonomischer Antworten und die Notwendigkeit einer gesetzgeberischen Entscheidung .....</b>	<b>207</b>
1. <i>Coase</i> -Theorem und "survival of the fittest": Argumente für die Nicht-Regulierung des Insider-Handels außerhalb privater Arbeitsverträge? .....	207
1.1 Das <i>Coase</i> -Theorem als beliebter Ausgangspunkt rechtsökonomischer Analyse.....	207
1.2 Survival des Insider-Handels - die Begründung für seine Effizienz? .....	210
1.2.1 Effizienz beobachtbarer Institutionen - Postulat der Rechtsökonomie und Zweifel der Finanzierungstheorie .....	210
1.2.2 Konflikte zwischen öffentlichem Interesse und den Interessen der Unternehmensbeteiligten als Beispiele für dysfunktionales "Überleben" von Insider-Handel....	215
1.3 Ineffizienzen von Verhandlung und Wettbewerb - Mögliche Rechtfertigung staatlichen Eingriffs zur Regulierung des Insider-Handels .....	220
2. Die Regulierung des Insider-Handels am Beispiel der USA .....	228
2.1 Gesetzliche Grundlagen der Verfolgung von Insiderdelikten .....	228
2.2 Theorie der Insider-Regulierung: Konzepte und Beurteilung .....	232
2.2.1 Das Konzept des gleichen Informationszugangs (equal access theory) .....	232

2.2.2 Die Bedeutung der Treuepflicht (fiduciary duty theory).....	235
2.2.3 Der gegenwärtige Stand der Rechtsprechung: Die Veruntreuungstheorie (misappropriation theory)...	238
2.3 Das amerikanische Insiderkonzept: Eine unübersichtliche Kombination von Ansätzen .....	239
3. Die Konzeption der EU-Insiderhandelsrichtlinie .....	241
4. Gesamtbeurteilung der vorhandenen Regulierungsansätze vor dem Hintergrund der ökonomischen Ergebnisse .....	244
<b>F. Schlußbetrachtung</b> .....	<b>249</b>
Anhang.....	253
Literaturverzeichnis.....	263