

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsverzeichnis	5
Abbildungsverzeichnis	10
Tabellenverzeichnis	11
Abkürzungsverzeichnis	13
Vorwort	17
1 Einleitung	19
1.1 Problem	19
1.1.1 Weshalb Insideregulierung?	19
1.1.2 Konkrete Problemstellung	21
1.2 Die ökonomische Analyse des Rechts als Hilfestellung	23
1.2.1 Möglichkeiten und Grenzen der ökonomischen Analyse des Rechts	25
1.2.2 Bezug zu verhaltensökonomischen Aspekten	25
1.3 Forschungslücke	26
1.4 Forschungsziel	29
1.5 Forschungsfragen	29
1.6 Aufbau der Arbeit	29

2	Grundlagen der ökonomischen Analyse des Rechts	31
2.1	Einführung in die ökonomischen Analyse des Rechts	31
2.1.1	Positive und normative ÖAR in der Wohlfahrtsökonomik	33
2.1.2	Ökonomik als Entscheidungsmodell	35
2.1.3	Entwicklung und Vertiefungen der ÖAR	36
2.2	Klassische Konzepte der ökonomischen Analyse des Rechts . . .	37
2.2.1	Erwartungsnutzentheorie	38
2.2.2	Externe Effekte	38
2.2.3	Property Rights	39
2.2.4	Coase-Theorem	39
2.2.5	Transaktionskosten-Ansatz	39
2.2.6	Agency-Ansatz	40
2.2.7	Tragedy of the Commons	41
2.2.8	Spieltheoretischer Ansatz	41
2.3	Verhaltensökonomische Konzepte	42
2.3.1	Bounded Rationality	43
2.3.2	Heuristiken	44
2.3.3	Prospect Theory	47
2.3.4	Formale Darstellung der Prospect Theory	53
2.3.5	Dispositionseffekt	57
2.3.6	Kognitive Dissonanz	59
2.3.7	Endowment-Effekt und Status-Quo Bias	61
2.3.8	Kontrollbedürfnis	61
3	Recht des Insiderhandels	63
3.1	Entstehung der Insiderregulierung	63
3.2	Strafrechtliche Regulierung in der Schweiz	65
3.2.1	Einführung in Art. 161 StGB	66
3.2.2	Vertrauliche Tatsachen	67
3.2.3	Täterkreis	68
3.2.4	Tatobjekt	69
3.2.5	Tathandlung	70
3.2.6	Taterfolg	70
3.2.7	Konnexität	70
3.2.8	Direkter Vorsatz und Eventualvorsatz	71
3.3	Strafrechtsrevision des Insidertatbestands in der Schweiz . . .	71
3.3.1	Teilrevision	71

3.3.2	Totalrevision	72
3.3.3	Hinweis auf EBK-Rundschreiben „Marktverhaltensregeln“	72
3.4	Börsenrechtliche Regulierung in der Schweiz	73
3.4.1	Rechtliche Grundlagen	73
3.4.2	Ad-hoc-Publizität	75
3.4.3	Offenlegung von Management-Transaktionen	76
3.4.4	Vorschriften zur Erhöhung der Transparenz	76
3.5	Vergleich mit anderen Gesetzgebungen	77
3.5.1	Federal Law der USA	77
3.5.2	Regulierung in Grossbritannien	78
3.5.3	EU-Regulierung	79
3.6	Selbstregulierung: Codes of Professional Conduct	79
3.7	Anforderungen an die Insiderregulierung	80
3.7.1	Systematisierung der Sachverhalte	80
3.7.2	Von der Gesetzgebung zu erfassende Fälle	81
3.7.3	Lücken des heutigen Insiderstrafrechts	84
4	Anwendung der ÖAR auf den Insiderhandel	85
4.1	Modell	85
4.1.1	Grundlegendes Modell	85
4.1.2	Erweiterung des Modells um Aspekte des Insiderhandels	86
4.1.3	Erweiterung des Modells um Aspekte der Verhaltensökonomik	92
4.1.4	Vollständig erweitertes Modell	97
4.2	Modelleigenschaften	100
4.2.1	Modellprämissen	100
4.2.2	Modellhypothesen	100
4.2.3	Modellkalibrierung	101
4.2.4	Höhe des Investments I	101
4.2.5	Erwartungswert μ_r und Standardabweichung σ_r	103
4.2.6	Aufdeckungswahrscheinlichkeit und Sanktionskosten	103
4.3	Analyse der Regulierungsansätze anhand des Modells	106
4.3.1	Identifikation und Qualifikation der Modellvariablen	106
4.3.2	Monetäre Kosten der Sanktion	106
4.3.3	Aufdeckungswahrscheinlichkeit $1 - p_a$	109
4.3.4	Erwartungswert der Rendite μ_r	116
4.3.5	Standardabweichung der Rendite σ_r	121

4.3.6	Kosten einer Gefängnisstrafe C_{2_g}	122
4.3.7	Reputationskosten C_{2_r}	123
4.3.8	Ausmass der Normabweichung A	124
4.3.9	Zeit	124
4.3.10	Regulatorisch nicht beeinflussbare Variablen	125

5 Empirische Studie 127

5.1	Experiment zur Datenerhebung	127
5.1.1	Gründe für die Durchführung eines Experiments	127
5.1.2	Fragestellung des Experiments	129
5.2	Experimentaldesign	130
5.2.1	Probanden, Ort und Zeit der Durchführung	130
5.2.2	Ablauf des Experiments	132
5.2.3	Unabhängigkeit und Zahl der Datensätze	134
5.2.4	Handelssystem	135
5.2.5	Informationspolitik	137
5.2.6	Gewinnausschüttung an die Probanden	137
5.3	Experimentalvariablen	139
5.3.1	Sanktion	139
5.3.2	Aufdeckungswahrscheinlichkeit	140
5.3.3	Verlustaversion	140
5.3.4	Framing	140
5.3.5	Kontrollvariablen	141
5.4	Deskriptive Analyse der Experimentaldaten	141
5.4.1	Sample	141
5.4.2	Schuldige und unschuldige Insider	142
5.5	Faktoranalyse	148
5.5.1	Reduktion der Variablen	148
5.5.2	Interpretation der Faktoren	152
5.5.3	Kritische Betrachtung	154
5.6	Probit-Regression	155
5.6.1	Methodik	155
5.6.2	Hypothesen	155
5.6.3	Ergebnisse der Regressionsanalyse	161
5.6.4	Regressionsergebnisse für tiefe Aufdeckungswahrscheinlichkeiten	166
5.6.5	Regression zur Höhe der Busse	167

5.6.6	Regression zum Punitive Damage-Faktor	167
5.7	Zusammenfassung und Interpretation der Ergebnisse des Experiments	168
5.8	Methodenreflexion	169
6	Konklusionen und Ausblick	171
6.1	Zusammenfassung	171
6.1.1	Ausgangslage	171
6.1.2	Nutzenmodell des Insiderhandels	173
6.1.3	Empirische Analyse	174
6.1.4	Ergebnisse	175
6.2	Schlussfolgerungen und Empfehlungen	176
6.3	Weiterer Forschungsbedarf	179
	Literaturverzeichnis	180
	Rechtsquellenverzeichnis	193
	Anhang	195
A	Instruktionen für das Experiment	195
B	Fragebogen im Anschluss an das Experiment	202
C	Variablen des Datensatzes des Experiments	210
D	Faktoranalyse	212
E	Probit-Regression	220
F	Probit-Regression mit $p_a \leq 15\%$	223
G	Regression mit Bussehöhe als Regressor	226
H	Regression mit Punitive Damage-Zahlung	229
I	Probit-Regression ohne Kontrollvariablen	232

Abbildungsverzeichnis

2.1	Gewichtung G von Wahrscheinlichkeiten P $[0, 1]$ mit $\gamma = 0.61$.	54
2.2	Nutzen U einer Zahlung X mit $\alpha = 0.88$, $\beta = 0.88$ und $\lambda = 2.25$	56
2.3	Nutzen unter der Value- und Weighting-Function	58
4.1	Höhe von I in Abhängigkeit von $\mu_r[0, 1.5]$ und $\sigma_r[0, 1]$	102
4.2	U^* in Abhängigkeit von $\mu_r[0, 0.5]$ und $\sigma_r[0, 0.5]$	104
4.3	U^* in Abhängigkeit von $p_a[0, 1]$ und $C_2[0, 1'500'000]$	105
4.4	$N^*(C_2)$ bei Erzielung eines Gewinns	108
4.5	$N^*(C_2)$ bei Vermeidung eines Verlustes	108
4.6	$N^*(p_a)$ bei Erzielung eines Gewinns	110
4.7	$N^*(p_a)$ bei Vermeidung eines Verlustes	110
4.8	$N^*(\mu)$ bei Erzielung eines Gewinns	117
4.9	$N^*(\mu)$ bei Vermeidung eines Verlustes	117
4.10	$N^*(\sigma)$ bei Erzielung eines Gewinns mit $\mu = 30\%$	121
4.11	$N^*(\sigma)$ bei Vermeidung eines Verlustes mit $\mu = 30\%$	121
4.12	$N^*(\sigma)$ bei Erzielung eines Gewinns mit $\mu = 15\%$	122
4.13	$N^*(\sigma)$ bei Vermeidung eines Verlustes mit $\mu = 15\%$	122
4.14	$N^*(\bar{I})$ bei Erzielung eines Gewinns	126
4.15	$N^*(\bar{I})$ bei Vermeidung eines Verlustes	126
5.1	Geschlecht der Probanden des Experiments	130
5.2	Alter der Probanden	131
5.3	Grafische Darstellung der Anzahl schuldiger Insider	142
5.4	Verteilung der Aufdeckungswahrscheinlichkeiten	144
5.5	Verteilung der Höhe der Busse	145
5.6	Verteilung des Punitive Damage-Faktors	145
5.7	Kauf- und Verkaufsanreiz der Insider	146
D.1	Faktoranalyse: Eigenvektoren der Faktoren	214

Tabellenverzeichnis

4.1	Variablen der Nutzenfunktion eines Insiders	107
5.1	Alter und Geschlecht der Probanden	132
5.2	Dividende am Ende jeder Periode	135
5.3	Dividendenwahrscheinlichkeiten	136
5.4	Grundausstattungen der Probanden	139
5.5	Schuldige Insider absolut und in Prozent	142
5.6	Angedrohte Sanktionen	143
5.7	Angedrohte Sanktionen und schuldhaftes Verhalten	143
5.8	Geschlecht und schuldhaftes Verhalten	145
5.9	Kaufanreiz und schuldhaftes Verhalten	146
5.10	Alter der Probanden und Insidertransaktionen	147
5.11	Nationalität der Probanden und Insidertransaktionen	147
5.12	Studienrichtung der Probanden und Insidertransaktionen	148
5.13	Faktoranalyse: Erklärte Gesamtvarianz	150
5.14	Faktoranalyse: Rotierte Komponentenmatrix	151
5.15	Hypothesen zur Auswertung der Experimentaldaten	157
5.16	Probit-Regression: Parameterschätzung	162
5.17	Parameterschätzung für $p_a \leq 15\%$	163
5.18	Ergebnisse der Auswertungen	169
D.1	Faktoranalyse: Kummunalitäten der Variablen	212
D.2	Faktoranalyse: Erklärte Gesamtvarianz	213
D.3	Faktoranalyse: Komponentenmatrix	215
D.4	Faktoranalyse: Rotierte Komponentenmatrix	216
D.5	Faktoranalyse: Komponententransformationsmatrix	217
D.6	Faktoranalyse: Koeffizientenmatrix der Komponentenwerte	218
D.7	Faktoranalyse: Kovarianzmatrix	219

E.1	Probit-Regression: Parameterschätzung	220
E.2	Varianz-Kovarianzmatrix 1(2)	221
E.3	Varianz-Kovarianzmatrix 2(2)	222
F.1	Parameterschätzung für $p_a \leq 15\%$	223
F.2	Varianz-Kovarianzmatrix für $p_a \leq 15\%$ 1(2)	224
F.3	Varianz-Kovarianzmatrix für $p_a \leq 15\%$ 2(2)	225
G.1	Parameterschätzung mit Bussenhöhe als Regressor	226
G.2	Varianz-Kovarianzmatrix mit Busse als Sanktion 1(2)	227
G.3	Varianz-Kovarianzmatrix mit Busse als Sanktion 2(2)	228
H.1	Parameterschätzung mit Punitive Damage-Zahlung als Sanktion	229
H.2	Var.-Kovar.-matrix mit Punitive Damages als Sanktion 1(2)	230
H.3	Var.-Kovar.-matrix mit Punitive Damages als Sanktion 2(2)	231
I.1	Probit-Regression ohne Kontrollvariablen	232
I.2	Varianz-Kovarianzmatrix ohne Kontrollvariablen	233