



Carsten Gabisch (Autor)

Der Insiderhandel - eine institutionenökonomische Analyse

Carsten Gabisch

**Der Insiderhandel -
eine institutionenökonomische Analyse**



Cuvillier Verlag Göttingen

<https://cuvillier.de/de/shop/publications/4392>

Copyright:

Cuvillier Verlag, Inhaberin Annette Jentsch-Cuvillier, Nonnenstieg 8, 37075 Göttingen,
Germany

Telefon: +49 (0)551 54724-0, E-Mail: info@cuvillier.de, Website: <https://cuvillier.de>

Teil I

Grundlagen:

Insiderinformation und Insiderhandel im gesetzlichen Rahmen

1 Einleitung

1.1 Problemstellung und Zielsetzung

Die Problematik des Insiderhandels wird von Juristen und Ökonomen kontrovers beurteilt. In Deutschland gab die Verabschiedung des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes, das den Insiderhandel verbietet und diesen unter Strafe stellt, erneut Anlaß zur Diskussion.¹ Beispielhaft soll folgender Fall wiedergegeben werden, der das Dilemma der derzeit gültigen gesetzlichen Regelung beschreibt:

Ein Treuhänder "verwaltete das Aktiendepot der Inhaberfamilie und wußte frühzeitig um unmittelbar bevorstehende negative Entwicklungen für das Unternehmen. Er verkaufte unter Ausnutzung dieser Kenntnisse Vorzugsaktien der Gesellschaft, noch bevor diese deutliche Kursverluste hinnehmen mußten. Die Staatsanwaltschaft beantragte daraufhin Strafbefehl wegen Insiderhandels (...).

Es wurde eine Verwarnung ausgesprochen und die Verhängung einer Gesamtgeldstrafe von 180 Tagessätzen zu 10.000 DM, also insgesamt 1,8 Mio. DM."²

¹ Die für den Insiderhandel relevanten Regelungen des Zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes werden in den Abschnitten 2 und 3 des ersten Teils dargestellt; vgl. Hopt, K. J. (1994), Rechtsprobleme des europäischen und deutschen Insiderrechts, S. 85 ff; vgl. Schwarze, H.-J. (1994), Insiderregelungen im Spannungsfeld der Praktikabilität, S. 124 ff.

² o.V., Jahresbericht 1995 des BAWe, S. 18.

Der Treuhänder hatte eine strafbare Handlung begangen hat, als er versuchte, die Interessen seiner Mandanten optimal wahrzunehmen. Ein rechtskonformes Verhalten wäre dem Treuhänder ebenfalls möglich gewesen; dies hätte allerdings die bewußte Schädigung der Mandanten bedeutet. Vor diesem paradox wirkenden Hintergrund ist die Beurteilung des Insiderhandels bzw. des Insiderhandelsverbotes zu vollziehen.

Die Erörterung einer potentiellen gesetzlichen Regelung von Insiderhandel läuft auf die Beantwortung der bereits von Schörner aufgestellten Fragen hinaus:

“1. Ist eine gesetzliche Regelung (des Insiderhandels) aus (...), ordnungspolitischer Sicht notwendig oder sinnvoll?

2. Bauen einzelne Gesetzesvorschläge die Mißstände ab, die Insiderhandel angeblich verursacht, ohne dabei neue zu schaffen?”³

Diese Fragestellungen sind allgemeiner Natur, eine eindeutige Antwort kann nicht gegeben werden. Stattdessen ist es zunächst notwendig, eine Insiderhandels-situation in ähnlich allgemeiner Form zu betrachten. Simplifiziert kann diese durch folgende drei Sachverhalte beschrieben werden:⁴

1. Ex ante besteht die Marktunvollkommenheit einer unvollständigen und asymmetrischen Informationsverteilung unter den Kapitalmarktteilnehmern.
2. Einige der Kapitalmarktteilnehmer, die einen Informationsvorsprung gegenüber den uninformierten Kapitalmarktteilnehmern haben, werden diesen zur Realisierung finanzieller Vorteile nutzen. Dies geschieht auf Kosten der uninformierten Kapitalmarktteilnehmer; die Marktunvollkommenheit der Informationsasymmetrie wird dadurch vermindert bzw. gänzlich abgebaut.

³ Schörner, P. (1991), Gesetzliches Insiderhandelsverbot, S. 2; Schörner bezieht sich in seiner Arbeit in erster Linie auf juristische Sachverhalte, auf die Einführung eines ökonomisch-modelltheoretischen Rahmens wird weitgehend verzichtet.

⁴ Vgl. Kyle, A. S. (1985), Continuous Auctions and Insider Trading, S. 1315 ff.

3. Ex post ist die Ressourcenverteilung unter den Kapitalmarktteilnehmern ungleichmäßiger geworden, als sie es vor Entstehung der Insiderhandelsituation war.

Wird der Versuch unternommen, die genannten Sachverhalte zu beurteilen, ergibt sich ein kontroverses Bild. Der Abbau der Marktunvollkommenheit der Informationsasymmetrie kann – für sich betrachtet – als begrüßenswert angesehen werden.⁵ Es muß aber andererseits beachtet werden, daß durch den Insiderhandel stets dieselben Kapitalmarktteilnehmer profitieren. Die Distribution der Wertpapiere unter ihnen wird daher im Zeitablauf immer ungleichmäßiger; die gesellschaftlichen Einkommensunterschiede nehmen zu. Dieser Sachverhalt wird allgemein für nicht wünschenswert gehalten.⁶

Weiterhin kann die Nutzung eines Informationsvorsprungs nicht grundsätzlich als illegitim angesehen werden. Soll Insiderhandel dennoch gesetzlich untersagt werden, bedarf dies einer ökonomisch sinnvollen Rechtfertigung. Es ist zu zeigen, daß Insiderhandel negativ zu beurteilende Konsequenzen hat, die die übrigen Arten des Handels nicht aufweisen.⁷

Die Erörterung der genannten Probleme stellt die Zielsetzung dieser Arbeit dar. Es wird der Versuch unternommen, die ökonomischen Konsequenzen von Insiderhandel bzw. der Insiderhandelsregulierung zu analysieren. Es wird deutlich werden, daß die Beurteilung der genannten Sachverhalte – in Abhängigkeit vom jeweiligen politischen Standpunkt – unterschiedlich ausfallen kann. Zu beachten ist daher der interdisziplinäre Ansatz. Das nach der Rechtslage der meisten Staaten geltende Insiderhandelsverbot ist als das Ergebnis eines politischen Prozesses anzusehen; die Durchsetzung des Insiderhandelsverbotes fällt dagegen in den Bereich der Jurisprudenz. Dies zeigt, daß das Phänomen "Insiderhandel" nicht ausschließlich in den Wirtschaftswissenschaften Beachtung findet.⁸

⁵ Vgl. Varian, H. R. (1992), *Microeconomic Analysis*, S. 41 ff.

⁶ Vgl. Siebke, J. (1995), *Verteilung*, S. 383 ff.

⁷ Nicht nur der Insiderhandel hat z.B. eine ungleichmäßige Ressourcenverteilung zur Folge. Auch Handlungsvorteile auf Grund von technischen Innovationen, die gesamtwirtschaftlich zu begrüßen sind, begünstigen nur eine kleine Anzahl von Kapitalmarktteilnehmern; vgl. hierzu Varian, H. R. (1992), *Microeconomic Analysis*, S. 70 ff.

⁸ Vgl. Rudolph, B. (1994), *Betriebswirtschaftliche Beurteilung des Insiderhandelsverbots*, S. 114 ff.

Für den modelltheoretischen Rahmen der Analyse eignet sich die Theorie der Neuen Institutionenökonomik. Erstens postuliert diese bereits in ihren Prämissen die Existenz von Marktunvollkommenheiten und analysiert deren ökonomische Folgen. Informationsasymmetrien und deren Folgen können daher detailliert diskutiert werden. Zweitens berücksichtigt die Neue Institutionenökonomik in ihren Teildisziplinen die Ergebnisse von politischer und juristischer Wissenschaft.⁹

1.2 Vorgehensweise

Im folgenden ersten Teil wird die Bedeutung der Begriffe Insider sowie Insiderinformation, -papier und -handel in der gesetzlichen Rahmenordnung dargestellt. Auf eine explizit ökonomische Argumentation wird zunächst verzichtet, da die genannte Problematik starke Interdependenzen mit der Jurisprudenz aufweist. Die Konstituierung des Insiderhandelsverbotes im realen Wirtschaftsleben und die sich ergebenden rechtlichen Konsequenzen werden ausführlich dargestellt.

Im zweiten Teil wird die Insiderhandelsproblematik im Rahmen der Theorie vollkommener Märkte dargestellt; die informative und allokativen Kapitalmarkteffizienz werden unter der Berücksichtigung von Insiderhandel analysiert. Zunächst ist hierfür eine Darstellung der Gleichgewichtsmodelle von Léon Walras, Kenneth J. Arrow, Gérard Debreu und Friedrich A. v. Hayek notwendig. Die Implikationen dieser Modelle für die genannte Problematik werden im ersten Abschnitt dargestellt; anschließend werden im zweiten Abschnitt die kapitalmarkttheoretischen Grundbegriffe erläutert. Auf dieser Basis kann im dritten Abschnitt eine Analyse der Insiderhandelsproblematik im Rahmen der Hypothese informationseffizienter Kapitalmärkte von Eugene F. Fama vorgenommen werden. Abschließend wird im vierten Abschnitt der Versuch unternommen, die Auswirkungen von Insiderhandel bzw. eines Insiderhandelsverbotes auf der Grundlage der Wohlfahrtstheorie darzustellen.

⁹ Der Begriff der Neuen Institutionenökonomik wird zu Beginn des dritten Teils ausführlich dargestellt; vgl. hierzu Richter, R. / Furubotn, E. (1996), Neue Institutionenökonomik, S. 2 ff.