

# Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis .....	XIX
Abkürzungsverzeichnis .....	XVII
<b>Problemstellung.....</b>	<b>1</b>
<b>1. Teil: Juristische Begründungen für ein gesetzliches Insider-</b> <b>handelsverbot in der Bundesrepublik Deutschland .....</b>	<b>8</b>
<b>A. Insiderhandel als Objekt von Insiderregelungen.....</b>	<b>8</b>
<b>I. Die Insiderinformation.....</b>	<b>9</b>
a) Die Kurswirkung von und die Zugänglichkeit zu Infor- mationen als Abgrenzungskriterium.....	9
b) Insiderinformationen über Sachverhalte und über Preiswirkungen von Sachverhalten .....	10
c) Fehlende theoretische Fundierung der Kurswirkung von Informationen bei heterogenen Erwartungen der Marktteilnehmer .....	11
<b>II. Der Personenkreis der Insider und deren Handelsobjekte.....</b>	<b>15</b>
a) Aufzählung des Personenkreises potentieller Insider.....	16
b) Bestimmung des Personenkreises der Insider durch das Kriterium »Besitz von Insiderinformationen«.....	17
c) Vor- und Nachteile der unterschiedlich weiten Insiderdefinitionen.....	21

<b>B. Die Entwicklung der Diskussion um Insiderhandel in der Bundesrepublik Deutschland .....</b>	<b>24</b>
I. Bestehende rechtliche Sanktionen zur Verhinderung von Insiderhandel .....	25
II. Die freiwilligen Insider-Regeln in der Bundesrepublik Deutschland .....	27
a) Die Entstehung und Änderungen der freiwilligen Insider-Regeln .....	27
b) Die Beurteilung der freiwilligen Insider-Regeln in der Literatur .....	30
III. Vorschläge gesetzlicher Insiderregelungen .....	32
a) Der Vorschlag von Hopt/Will .....	32
b) Der Vorschlag des Arbeitskreises Gesellschaftsrecht .....	34
c) Die Insider-Richtlinie der EG .....	36
<b>C. Argumente gegen Insiderhandel als Begründung für eine gesetzliche Lösung .....</b>	<b>41</b>
I. Ein Maßstab zur Angemessenheit einer gesetzlichen Regelung .....	43
II. Die Schädigung von Wertpapierkäufern und -verkäufern .....	46
a) Die Schädigung der Marktpartner des Insiders .....	46
1. Die Differenzhypothese .....	46
2. Schadensbegründung über eine Vermengung von Insiderhandel und Informationspflichten des Insiders .....	54
b) Die Schädigung der sonstigen Wertpapierkäufer und -verkäufer .....	56
III. Die Beeinträchtigung der Börsenfunktionen durch Insidergeschäfte .....	60
IV. Reichen die Argumente gegen Insiderhandel als Begründung für eine gesetzliche Regelung aus? .....	64

<b>2. Teil: Ökonomische Analyse eines gesetzlichen Verbots von Insiderhandel .....</b>	<b>71</b>
<b>A. Methodische Ansätze zu einer ökonomischen Analyse der Rechtspolitik für eine Wettbewerbswirtschaft .....</b>	<b>71</b>
I. Normative Untersuchung des Ordnungs- und Rechtsrahmens einer Wettbewerbswirtschaft .....	71
II. Ansätze zur Gestaltung des Rechtsrahmens durch Rückgriff auf die Norm »Wettbewerbsfreiheit« .....	74
a) Das »neuklassische« Konzept der Wettbewerbsfreiheit.....	74
b) Schmidts Änderung des »Wettbewerbsfreiheits«-Ansatzes durch Ablehnung der »Freiheit« als Kriterium zur Rechtsgestaltung.....	81
c) Gestaltung der Rechtsordnung anhand der »Regeln gerechten Verhaltens«? .....	84
III. Konkurrenzgleichgewichte als Norm einer effizienzorientierten Rechtspolitik.....	88
a) Die Wohlfahrtsökonomik .....	88
1. Konzeptionelle Grundlagen .....	88
2. Eine Beurteilung von Gestaltungsvorschlägen anhand wohlfahrtsökonomischer Modelle .....	91
(aa) Die Hauptsätze der Wohlfahrtsökonomik .....	91
(bb) Die Problematik der Beurteilung der Politikalternativen anhand von Gleichgewichtsmodellen .....	92
(cc) Die Second-best-Problematik.....	97
b) Die institutionelle Mikroökonomik .....	100
1. Die Entstehung der institutionellen Mikroökonomik aus der Kritik an der Wohlfahrtsökonomik .....	100
2. Verfügungsrechtsansätze .....	102
3. Ökonomische Analyse des Rechts der Chicago-School of Law.....	108
4. Die Principal-Agent-Analyse.....	110
(aa) Die Methodik der Agency-Ansätze .....	110
(bb) Moral hazard und adverse selection.....	113
IV. Markt- und prozeßorientierte Konzepte zur Analyse alternativer Rechtsordnungen .....	116
a) Ordoliberalismus.....	117
1. »Vollständige Konkurrenz« als wettbewerbspolitische Norm .....	117
2. Gestaltungsempfehlungen zur Sicherung des Wettbewerbs .....	120

b) Die neuere Österreichische Schule.....	123
1. Der Wettbewerbsprozeß als Verfahren zur Aufdeckung weit verstreuten Wissens .....	123
2. "Abstrakte" Regeln als Vorbedingung einer "spontanen" Ordnung.....	125
3. Kriterien für die bewußte Gestaltung von Regeln?.....	126
4. Die Beurteilung von Regeln anhand ihrer Auswirkungen auf den Marktprozeß .....	128
c) Institutionelle Marktprozeßanalyse auf Basis von Unternehmerfunktionen im Wettbewerb .....	133

V. Was bringen die Ansätze zur Gestaltung des Rechts- rahmens für die ökonomische Analyse eines gesetzlichen Insiderhandelsverbotes? .....	136
--	-----

<b>B. Auswirkungen von Insiderhandel auf Marktprozesse.....</b>	<b>142</b>
---	------------

I. Einflüsse des Insiderhandels auf Aktienmarktprozesse ohne Berücksichtigung von Informationswirkungen.....	142
a) Der Investitionskalkül potentieller Aktienkäufer und -verkäufer.....	142
1. Die Aktienrendite und die Antizipation von Insiderhandel durch Nicht-Insider.....	142
2. Möglichkeiten der Vermeidung negativer Renditewirkungen von Insiderhandel bei Nicht- Insidern .....	147
b) Individuelle Grenzpreisänderungen als Schutz gegen mögliche Renditewirkungen durch Insiderhandel.....	149
1. Ein "market maker"-Modell zur Börsenkursbildung .....	150
2. Adverse-selection-Prozesse .....	155
c) Folgen der Preisspreizung und des Umsatzrückgangs für die Kapitalallokation .....	159
d) Bedingungen zur Verhinderung der Angebots- Nachfragepreis-Spreizung durch ein gesetzliches Insiderhandelsverbot .....	161

II. Auswirkungen von Insiderhandel auf Marktprozesse durch Verbesserung der Informationsübertragung .....	167
a) Vorteile der Börsennotierung von Unternehmungen und Insiderhandel .....	167
b) Beschleunigte Kursanpassung durch Insiderhandel.....	173
1. Die Einflüsse von Insiderhandel auf den Aktienkurs bei vorgegebenem Veröffentlichungszeitpunkt.....	174
(aa) Mögliche Einflußfaktoren der Kursänderungen .....	174
(bb) Empirische Tests zur Informationswirkung der Registerpublizität von Insidergeschäften .....	179
(cc) Stabilisierung oder Destabilisierung der Aktienkursentwicklung durch Insiderhandel? .....	187
2. Die Einflüsse von Insiderhandel auf den Veröffentlichungszeitpunkt .....	192

<b>C. Verringerung von Agency-Problemen bei börsengehandelten Unternehmungen und Insiderhandel.....</b>	<b>196</b>
I. Eingrenzung der Unternehmungsbeteiligten als Voraussetzung für eine modellgestützte Analyse.....	197
II. Insiderhandel und die Verringerung von Agency-Problemen über Kontrollmärkte.....	200
a) Der Kapitalmarkt.....	201
b) Der Managerarbeitsmarkt.....	203
c) Der Markt für Unternehmungskontrolle.....	206
III. Erlaubnis des Managers zu Insiderhandel als impliziter Bestandteil des Arbeitsvertrages.....	211
a) Insiderhandel des Managers als Null-Summen-Spiel oder als Entlohnungsbestandteil?.....	211
b) Effizienzwirkungen eines Entlohnungsvertrages des Managers mit Möglichkeiten zu Insiderhandel.....	217
1. Voraussetzungen für einen Pareto-effizienten Entlohnungs- und Anreizvertrag .....	217
2. Vorteile einer ergebnisabhängigen Entlohnung des Managers .....	224
3. Insiderhandel als Entlohnungsbestandteil des Managers im Vergleich zu alternativen ergebnisabhängigen Entlohnungsformen.....	225
(aa) Die Behauptung negativer Anreizwirkungen von Insiderhandel .....	225
(bb) Positive Auswirkungen von Insiderhandel des Managers auf dessen Risikobereitschaft .....	232
4. Zusammenfassende Beurteilung von Insiderhandel des Managers als Entlohnungsbestandteil .....	234
IV. Insiderhandel und Managementkontrolle durch Großaktionäre .....	236
a) Wohlstandsumverteilung von Klein- zu Großaktionären durch Insiderhandel? .....	236
b) Insidergewinne eines Großaktionärs als Ausgleich für seine Kontrollfunktion .....	239
1. Darstellung der Untersuchung von Demsetz.....	239
2. Konsequenzen der Untersuchungsergebnisse für eine gesetzliche Insiderregelung.....	243
<b>Schlußbetrachtung: Wäre ein gesetzliches Insiderhandelsverbot in         der Bundesrepublik Deutschland ordnungspoli-         tisch wünschenswert? .....</b>	<b>247</b>
<b>Literaturverzeichnis.....</b>	<b>252</b>

**Abbildungsverzeichnis**

<b>Abb.1: Rechnerische Ermittlung des Einheitskurses</b>	<b>49</b>
<b>Abb.2: Alternative Kursverläufe</b>	<b>174</b>
<b>Abb.3: Kumulierte Überrenditen im Zusammenhang mit registrierten Insidergeschäften</b>	<b>180</b>