

Inhaltsverzeichnis

Abbildungsverzeichnis	XIX
Abkürzungsverzeichnis	XVII
Problemstellung	1
1. Teil: Juristische Begründungen für ein gesetzliches Insiderhandelsverbot in der Bundesrepublik Deutschland	8
A. Insiderhandel als Objekt von Insiderregelungen.....	8
I. Die Insiderinformation.....	9
a) Die Kurswirkung von und die Zugänglichkeit zu Informationen 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
II. Der Personenkreis der Insider und deren Handelsobjekte.....	15
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. Die Entwicklung der Diskussion um Insiderhandel in der Bundesrepublik Deutschland	24
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
C. Argumente gegen Insiderhandel als Begründung für eine gesetzliche Lösung	41
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

2. Teil: Ökonomische Analyse eines gesetzlichen Verbots von Insiderhandel	71
A. Methodische Ansätze zu einer ökonomischen Analyse der Rechtspolitik für eine Wettbewerbswirtschaft	71
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) Schmidtchens 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 Wettbewerbsproß 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 Rechtsrahmens für die ökonomische Analyse eines gesetzlichen Insiderhandelsverbotes?	136
B. Auswirkungen von Insiderhandel auf Marktprozesse.....	142
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

C. Verringerung von Agency-Problemen bei börsengehandelten Unternehmungen und Insiderhandel	196
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
Schlußbetrachtung: Wäre ein gesetzliches Insiderhandelsverbot in der Bundesrepublik Deutschland ordnungspolitisch wünschenswert?	247
Literaturverzeichnis	252

Abbildungsverzeichnis

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