HANS GERSBACH UND HARALD NEDWED

Insiderregulierungen und Finanzmärkte

1. Einleitung

Sollen staatliche Behörden den Gebrauch von privaten Informationen in Finanzmärkten beschränken und einen Teil der Insidergeschäfte strafrechtlich verfolgen?
Diese Frage steht im Zentrum der Diskussion über den Einfluss des Insiderhandels auf die Finanzmärkte. Sie erhält immer wieder neue Nahrung durch die verschiedenen Skandale, wie z.B. dem bekannten Ivan Boesky-Fall, durch die regelmässigen Klagen über die Übervorteilung der Publikumsanleger durch Insider und durch die Aktivität der Gesetzgeber in verschiedenen Ländern, Insiderstrafnormen zu entwickeln.
In der Schweiz ist am 1. Juli 1988 der neue Straftatbestand Art. 161 "Ausnützen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen" in das Schweizerische Strafgesetzbuch aufgenommen worden, mit dem ein Teil der Insider-Transaktionen unter Strafe gestellt wird. Der Straftatbestand ist als Offizialdelikt ausgestaltet. Der Insider-Artikel im Strafgesetzbuch droht mit Gefängnis bis zu drei Jahren und mit Bussen bis zu 40'000 Franken (bei qualifizierter Gewinnsucht auch unbeschränkt), wenn nicht (oder noch nicht) für die Öffentlichkeit bestimmte, vertrauliche Firmeninformationen an den Finanzmärkten für Insidergeschäfte benutzt werden. Er entstand, nachdem verschiedene Vorstösse für eine Lösung auf freiwilliger Basis sich nicht voll durchsetzen konnten und das geltende Zivil- und Strafrecht sowie die Börsengesetze gegen viele Insidergeschäfte keinen ausreichenden Schutz boten [1].
Nachdem auch schon früher regelmässig Klagen in der Wirtschaftspresse laut wurden, Insider hätten sich auf Kosten des Publikums bereichert, reisst in der Schweiz der Strom von Hinweisen nicht ab, dass bei verschiedenen Fällen Insidergeschäfte getätigt wurden, welche unter diese Strafnorm fallen könnten. Ein aktuelles Beispiel in dieser Kette ist die Übernahme von Jacobs Suchard durch den amerikanischen Konzern Philip Morris.
Die Schweiz ist mit ihrer Regelung zögernd und behutsam dem Beispiel anderer Länder gefolgt. Eine bedeutend längere Rechtstradition in der Verfolgung von Insidergeschäften weisen die USA auf, welche mit dem Securities Act von 1933 und dem Securities Exchange Act von 1934 strenge Insidergesetze erlassen haben. Hohe Geld- und Haftstrafen sind vorgesehen und in verschiedenen Fällen auch ausgesprochen worden. Die BRD ist andererseits eines der letzten Länder, welches sich der gesetzlichen Insiderregulierung angenommen hat. Erst im April 1989 hat die Bundesregierung den Erlass von entsprechenden Rechtsnormen beschlossen.
Das unterschiedliche Tempo und die verschiedenen Arten der Insiderregulierung in den einzelnen Ländern machen deutlich, dass die wirtschaftspolitische Beurteilung der Notwendigkeit von staatlichen Schranken für Insidergeschäfte kontrovers ist. Ausserdem können diese Unterschiede auch als

Ausdruck davon interpretiert werden, dass die einzelnen Interessengruppen, welche von Insiderregulierungen betroffen werden könnten, in den verschiedenen Ländern ein unterschiedliches Gewicht in den politischen Entscheidungsprozessen haben. Beispielsweise ist die starke Stellung der Banken in der Unternehmungsfinanzierung in Deutschland ein möglicher Erklärungsgrund für die immer wieder hinausgeschobene gesetzliche Regelung, weil die Finanzinstitute keine Einschränkung der Gewinne aus ihren Informationsvorteilen, welche als "Nebenprodukt" ihrer Unternehmungsfinanzierung anfallen, zulassen wollten.
Die Diskussion des Insiderproblems wird üblicherweise auf zwei verschiedenen Ebenen geführt:

- Ist es "gerecht", Insider zum Handel an Finanzmärkten zuzulassen?
- Welches sind die Auswirkungen von Insiderhandel oder dessen Regulierung auf die Finanzmärkte? Ist es ökonomisch effizient, zumindest einen Teil des Insiderhandels zu verbieten?

Der erste Punkt ist Gegenstand der strafrechtlichen Diskussion und wird im folgenden nur insoweit ausgeführt, als ökonomische Kriterien für die begriffliche Fassung der angesprochenen Fairness gefunden werden können. Die zweite Ebene ist Gegenstand einer ausgedehnten theoretischen Analyse, welche seit der Arbeit von MANNE (1966) zwar eine Vielzahl von Ergebnissen erbracht hat, aber ein endgültiges ökonomisches Urteil über die Notwendigkeit von Insiderregelungen wurde nicht erreicht. Der Modellwettbewerb ist noch im vollem Gange [2].
Wir geben im folgenden einen Überblick über die Argumente für bzw. gegen eine Insiderregulierung und ergänzen diese durch weitergehende Überlegungen, welche als Eckpunkte dienen, an denen der Einfluss von Insiderregulierung auf die Finanzmärkte und die Effizienz zu messen ist. Sie bilden demnach auch die Grundlage für die Beantwortung der Frage, ob aus einer ökonomischen Sicht die rechtlich vorgeschlagene Fairness zu wünschen ist und in welchem Ausmass Insiderhandel unter die strafrechtlich verfolgten Delikte fallen sollte. Eine kurze Darstellung und Würdigung der Schweizer Regelung bildet den Abschluss des Beitrages.

2. Die Arten von Insidern

Bevor wir auf die eigentlichen Argumente eingehen, ist es sinnvoll, einen Überblick über die verschiedenen Arten von Insidern zu geben, welche auf den Finanzmärkten eine Rolle spielen. Die Analyse der Wirkungen des Insiderhandels hängt nämlich ganz entscheidend davon ab, welche Informationsvorteile von wem in welchem Zeitpunkt durch Kauf oder Verkauf von risikobehafteten Wertpapieren ausgenützt werden können.
Bereits die Definition eines Insiders benötigt eine Aussage über die Marktorganisation, die Art der Informationsvorteile und die Stellung des Insiders. Jeden beliebigen Informationsvorteil eines Anlegers gegenüber irgendeinem anderen Marktteilnehmer als Insiderposition zu deklarieren, wäre völlig unpraktikabel und würde nicht mit dem normalen Sprachgebrauch übereinstimmen. Für die Einordnung der Argumente ist die folgende Unterscheidung in vier Klassen hilfreich.

- Unternehmensinterne Insider:
  Eine erste Kategorie von Insidern umfasst die Personen der Organe (Mitglieder des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung oder der Kontrollstelle) und die Mitarbeiter einer Unternehmung sowie weitere im Auftragsverhältnis für die Unternehmung tätige Berater. Aufgrund der Stellung dieser Kategorie im Transformationsprozess der Unternehmung ergeben sich fast zwangsläufig Informationsvorteile gegenüber Aussenstehenden als Nebenprodukt ihrer Arbeit. Ein Merkmal dieser Insidergruppe sind denn auch die "kleinen" Informationskosten. Besteht zwischen einer Unternehmung und einer Bank ein besonders enges Verhältnis in der Art einer Hausbank, dann können auch Finanzinstitute eine ähnliche Stellung wie unternehmensinterne Insider erlangen.

- Research-Insider:
  Mit Research-Insider fassen wir die Finanzinstitute und alle anderen professionell mit der Analyse auf der Mikro- oder Makroebene beschäftigten Marktteilnehmer zusammen. Sie sind dadurch gekennzeichnet, dass sie meist eine sehr kostenintensive Forschung vornehmen, um eine verbesserte Information über die Ertragsentwicklungen der Unternehmen zu erreichen. Zudem versuchen sie, aus den prinzipiell öffentlich zugänglichen Informationen, wie z.B. makroökonomischen Daten, den höchst möglichen Informationsgehalt zu destillieren und Änderungen und Auswirkungen der Wirtschaftspolitik der einzelnen Länder so früh als möglich zu erfassen.
- Raider:
  Eine nächste Kategorie von Insidern, welcher häufig eine bessere Beurteilung der Ertragsaussichten von Firmen zugeschrieben wird, sind potentielle Käufer ("Raider") im Zusammenhang mit Unternehmensübernahmen ("Takeovers"). Aus traditioneller Sicht führen Takeovers zu einer besseren Reallokation der Firmenaktiva, welche das bisherige Management nicht wahrnimmt oder wahrnehmen kann [3]. Im Markt für Unternehmenskontrolle wetteifern Managementgruppen darum, die Aktiva einer Firma einer profitableren Verwendung zuzuführen. Ein Raider ist nach dieser Sicht ein Insider, welcher seine Informationsvorteile aus einer innovativen Leistung erwirbt. Um als Raider auftreten zu können, müssen üblicherweise beträchtliche Mittel für die Informationsbeschaffung über die Zielfirma, die Marktsituation, die zukünftigen Möglichkeiten der Reallokation der Firmenaktiva usw. gesammelt werden.
- Klassische Insider:
  Als klassischer Insider wird ein Marktteilnehmer bezeichnet, welcher kurz vor einer öffentlichen Bekanntgabe von Firmen- oder relevanten gesamtwirtschaftlichen Informationen davon Kenntnis erhält und diese kurzfristig ausnützt. Besonders preissensitive Ereignisse wie bevorstehende Veränderungen in den Aktienkategorien eines Unternehmens (z.B. Änderung der Vinkulierungspraxis), Geschäftsabschlüsse mit überraschenden Veränderungen der Ertragssituationen oder Takeovers ermöglichen einem klassischen Insider eine beträchtliche Arbitrage. Sie werden deshalb häufig auch Arbitrageure genannt, weil sie ihre Gewinne fast risikolos realisieren. Dazu reicht es auch aus, dass sie die Informationen nur Stunden vor der öffentlichen Zugänglichkeit erhalten. Der klassische Insider ist häufig durch eine Beziehung zu den Informationsquellen gekennzeichnet, welche ein gesteigertes Vertrauensverhältnis beinhaltet, denn nur so ist es ihm möglich, an die Informationen heranzukommen. Er erwirbt im Normalfall die kursrelevante Information ohne eigene Informationsanstrengungen. Ein Merkmal des klassischen Insiders ist demnach das einseitige Verhältnis zwischen den kleinen eigenen Leistungen, um die Informationen zu erhalten, und den hohen Gewinnen aus dem Insiderhandel.
  Die ersten beiden beschriebenen Insiderkategorien können natürlich auch als klassische Insider auftreten und werden dann dieser vierten Kategorie zugeteilt. Aber auch Beamte, welche Kenntnis über relevante Informationen für Aktienkurse erhalten, oder Tipempfänger können zu dieser Kategorie gehören.
  Die Insiderfälle, welche eine grosse Publizität erlangt haben, beinhalten meistens Geschäfte, in welche klassische Insider involviert sind.

Ausgehend von diesen Insiderkategorien kann man sich mannigfache Zwischenstufen und feinere Unterteilungen vorstellen. Zudem enthält die Klassifizierung eine Überschneidung, weil unternehmensinterne Insider oder Finanzinstitute auch als klassische Insider oder als Raider auftreten können. Die Unterteilung folgt aber aus den unterschiedlichen ökonomischen Beurteilungen der Insideraktivitäten dieser vier Gruppen.
Wir haben auch Marktteilnehmer als Insider charakterisiert, welche nur in der wissenschaftlichen Literatur als solche bezeichnet werden, während in der Praxis vor allem die unternehmensinternen und

klassischen Insider als "echte" Insider betrachtet werden. Erwerben hingegen Finanzanalysten bei Banken spezielles Wissen über die Ertragsaussichten einer Firma, werden sie in der Umgangssprache nicht als Insider bezeichnet, sondern man spricht von einem erfolgreichen "Research".

Für unsere Diskussion der Wirkungen des Gebrauchs von privaten Informationen genügt aber die praktische Charakterisierung von "echten" Insidern nicht, da sie bereits eine Wertung über die Insiderkategorien beinhaltet, welche unter eine Regulierung fallen sollten.

Neben den Insiderkategorien werden üblicherweise zwei Anlegertypen unterschieden, welche die uninformierten Marktteilnehmer darstellen.

Die Outsideinvestoren, welche ihr Vermögen entsprechend ihrer Risikotoleranz effizient anlegen möchten, bestehen zu einem wesentlichen Teil aus institutionellen Anlegern, während die privaten Anleger einen ständig zurückgehenden Anteil ausmachen.

Die sogenannten Liquiditätshändler als zweite Kategorie sind dadurch gekennzeichnet, dass sie nicht aufgrund von preisbestimmenden Informationen handeln, sondern aus Liquiditätsgründen, welche verschiedene Ursachen haben können, wie z.B. grössere Konsum- oder Investitionsentscheidungen, die eine Verringerung des Finanzvermögens notwendig machen. Ein Verkäufer oder Käufer von Wertpapieren aus Liquidationsgründen wird deshalb auf jeden Fall Finanzaktiva veräussern oder erwerben, unabhängig von veränderten Preiserwartungen. Die sich einstellenden Marktpreise haben nur einen Einfluss auf das Volumen seiner Transaktion.

Daneben gibt es noch eine Reihe von professionellen Händlern, wie z.B. Market Maker an der SOFFEX, welche eine gewisse Liquidität des Marktes garantieren und ihre Einkünfte aus unterschiedlichen Kaufs- und Verkaufspreisen (Bid-/Ask-Spreads) erwerben. Sie sind für die Wirkungen der Insidertätigkeiten ebenfalls von Bedeutung.

Die Outsideinvestoren, die Liquiditätshändler und die professionellen Händler müssen in Rechnung stellen, dass ein Teil der angebotenen oder nachgefragten Menge an Wertpapieren von Insidern stammen könnte, welche die Transaktionen gerade deshalb durchführen, weil bei verbesserten Informationen die herrschenden Preise grosse Gewinne ermöglichen. Die uninformierten Marktteilnehmer setzen sich deshalb der Gefahr aus, dass die Gegenseite im Markt aufgrund des Handels Insidergewinne machen kann, während sich ihre Aktivität nach der Informationsübertragung als nicht optimal erweist.

Wir diskutieren im folgenden die Argumente, welche für oder gegen eine Insiderregulierung vorgebracht werden. Dabei wird immer die Situation der potentiellen Insideraktivität mit der Regulierung derselben verglichen. Wir gehen dabei von der Annahme aus, dass es Insideraktivitäten überhaupt gibt [4] und dass die Regulierung auch wirklich zu einer Beseitigung der verbotenen Insiderkäufe und -verkäufe führt, weil sich sonst keine ökonomischen Unterschiede ergeben.

3. Argumente gegen eine Insiderregulierung

Finanzmärkte haben im wesentlichen die Aufgabe, Spar- und Investitionswünsche zu koordinieren, was sowohl eine Allokation von neuem wie auch eine Reallokation von bisherigem Realkapital beinhaltet. Insbesondere gehören dazu die Allokation volkswirtschaftlicher Risiken und die Rolle des Kapitalmarktes als Kommunikationssystem, in welchem Informationen zwischen den verschiedenen Marktteilnehmern übermittelt werden. Uninformierte Marktteilnehmer schliessen nämlich aufgrund von Preisbewegungen auf mögliche Veränderungen der Informationsgrundlagen anderer Marktteilnehmer zurück, ohne diese selbst im Detail zu kennen.

Entscheidend für die letztgenannte Funktion des Kapitalmarktes ist die Frage, wieviel Informationen durch den Markt übermittelt werden. Eine der zentralen Hypothesen der Kapitalmarkttheorie besagt, dass nur ein Marktgleichgewicht existieren kann, wenn nicht alle Informationen sofort durch die Preise übertragen werden (Unmöglichkeit der

Informationseffizienz von Kapitalmärkten: GROSSMAN/STIGLITZ 1980). Wären nämlich sofort alle Informationen aus den Preisen erschliessbar, würde es sich nicht lohnen, Ressourcen aufzuwenden, um Informationen zu suchen. Damit würden überhaupt keine Informationen erworben, und es könnte auch nichts übermittelt werden. Würden aber keine Informationen übertragen, bestände wiederum ein Anreiz, Informationen privat zu erwerben. Ein Gleichgewicht am Kapitalmarkt kann es deshalb nur geben, wenn Informationen nur teilweise übertragen werden, was Zufallseinflüsse (Rauschen) bedingt. Diese stammen beispielsweise von "noise traders", deren Aktivitäten den eigentlichen Kommunikationsprozess überlagern.

Es muss betont werden, dass die Unmöglichkeit eines störungsfreien Kommunikationssystems auf den Kapitalmärkten in einer dynamischen Betrachtung abgeschwächt werden kann, wenn die Anleger erst aus den effektiv beobachteten Wertpapierpreisen Informationen erschliessen können. Allerdings bleibt immer eine kleine Zeitspanne bestehen, in welcher die Informationen nicht sofort übertragen werden (HELLWIG 1982).

Auf der Funktion des Kapitalmarktes als Kommunikationssystem fusst ein erstes Argument gegen eine Insiderregulierung. Insiderhandel führt nämlich nach dieser Vorstellung dazu, dass neue und nützliche Informationen über die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung eingebracht werden, welche sich nach den obigen Ausführungen wenigstens zum Teil in den Aktivapreisen reflektieren.

Ein weiteres Argument fusst ebenfalls auf der teilweisen Beseitigung der Unsicherheit durch Insiderhandel. Es reduzieren sich nämlich die zukünftigen Risikoprämien für Portfoliomanager und Firmen und die Preise der Aktiva steigen im Durchschnitt. Werden Investitionsprojekte durch Aktienemissionen finanziert, ergibt sich deshalb eine grössere Menge an ökonomisch effizienten Realinvestitionen (DENNERT 1990).

Zudem verbessert sich die risikobereinigte Performance von Portfolios. Die zusätzlichen Informationen, welche durch Insiderhandel in die Aktivapreise einfliessen, können ausserdem auch in anderen Bereichen hilfreich sein, wie z.B. der Vergabe von Bankkrediten, die mit kleinerer Unsicherheit gefällt werden können.

Das dritte Argument ist auf Firmenübernahmen beschränkt (KING/ROELL 1988). Firmenübernahmen können auf zwei verschiedene Arten zu einer verbesserten Effizienz führen. Bei "disziplinierenden" Takeovers werden ineffiziente Unternehmensleitungen ausgewechselt und unprofitable Projekte verlassen. "Synergetische" Firmenübernahmen führen zu einer wertsteigernden neuen Kombination von verschiedenen Firmenressourcen.

Akzeptiert man diese These, dass Takeovers zu einer Effizienzsteigerung führen, so muss einem potentiellen Raider ermöglicht werden, einen Teil des Effizienzgewinnes zu erhalten, da sonst die Übernahme gar nicht stattfindet. Der Raider muss nämlich "ex ante" mindestens seine voraussichtlichen Informationskosten decken können. Ausserdem wird der Raider in Rechnung stellen, dass er nach seiner erbrachten Informationsleistung durch einen Konkurrenten überboten werden kann.

Hat der Raider bestimmte Informationen über einen besseren Einsatz der Realaktiva einer Firma, so ermöglicht ihm ein gewisser Insiderhandel, für seine Leistung, welche eine intensive Erforschung der Märkte, Technologien und Absatzchancen des Übernahmekandidaten beinhaltet, entschädigt zu werden. Das geschieht dadurch, dass er Aktien zu Preisen erwerben kann, welche tiefer sind als die Preise, wenn der Übernahmeversuch veröffentlicht wird.

Während also ein gewisser Insiderhandel notwendig ist, um überhaupt einem Raider genügend Anreize zu geben, ist die Frage nach dem optimalen Ausmass umstritten. Auf der Gesetzesstufe bestehen z.B. in den USA oder England sogenannte "Disclosure Rules", welche dazu führen, dass ein Raider ab einem gewissen Aktienanteil seine Absichten offenlegen muss. In der Schweiz fehlen solche gesetzlichen Bestimmungen gänzlich. Immerhin bemühen sich die Börsen im Zuge der Selbstregulierung um etwas mehr Transparenz (Übernahmekodex der Schweizer Börsen). Der Verzicht auf "Disclosure Rules" jeglicher Art kann dazu führen, dass mehre-

re Raider für die gleiche Firma die gleichen Informationskosten aufwenden, was aus Effizienzgesichtspunkten nicht erwünscht ist (ROELL 1987). Staatliche Regulierungen verursachen immer auch reale Kosten. Nicht nur die Aufwendungen für die direkte Kontrolle und die Strafverfolgung, sondern auch die Bereitstellung von Humankapital für den Umgang mit dem Insiderrecht müssen berücksichtigt werden.

Die Zusammenstellung kann nicht abgeschlossen werden, ohne das klassische Argument von MANNE (1966) anzuführen. Er hat als Begründung gegen ein Verbot von Insidergeschäften die Anreizwirkung für Manager angeführt. Die Möglichkeit, als Insider zusätzliche Gewinne mit Aktien der eigenen Firma zu erzielen, führt gemäss Manne dazu, dass ein Manager gerade eine solche Firmenpolitik verfolgt, wie sie im Interesse der Aktionäre liegt. Insiderhandel ermöglicht demzufolge, die Nachteile der Trennung von Eigentum und Kontrolle zu überwinden. Diesem Argument muss kritisch entgegengehalten werden, dass Manager als Insider genauso stark von schlechten wie von guten Nachrichten durch den Aufbau von Short- oder Long-Positionen profitieren können.

4. Argumente für eine Insiderregulierung

Die Reduktion der zukünftigen Unsicherheit durch Insider hat neben dem positiven Effekt, welcher im ersten Argument des vorherigen Abschnitts diskutiert wurde, auch eine entgegengesetzte Wirkung, weil der Insiderhandel Risiko in die Gegenwart verschiebt. Von einer "ex ante"-Sicht aus sind deshalb die aktuellen Preise volatiler. Diese zusätzliche Volatilität vergrössert die heutigen Risikoprämien und wirkt gegen die niedrigen zukünftigen Risikoprämien. Die Aktivapreise werden tendenziell gesenkt (DENNERT 1990). Der Gesamteffekt aus diesem Argument und den Ausführungen im letzten Abschnitt ist im allgemeinen nicht eindeutig und hängt unter anderem von den Risikoaversionen der Marktteilnehmer heute und morgen ab.

Verkäufer oder Käufer, welche aus Liquiditätsgründen handeln, werden durch Insiderhandel negativ betroffen, weil sie zu höheren Transaktionskosten handeln müssen. Die höheren Transaktionsrisiken rühren daher, dass sich die Bid-/Ask-Spreads (auch implizit) vergrössern, weil die professionellen Händler, insbesondere auch die Banken, die möglichen Insideraktivitäten in Rechnung stellen werden [5]. Jedoch gilt dieses Argument nur für den Liquiditätshändler, welcher vor dem Auftreten von Insidern handelt. Nach der Transmission der Information kann ein Liquiditätshändler besser gestellt sein.

Das dritte Argument für eine Insiderregulierung ergibt sich aus der Trennung von Eigentum und Kontrolle in modernen kapitalistischen Wirtschaftssystemen. Wenn Manager als potentielle Insider antizipieren, dass ein grosser Teil des Risikos durch Outsideinvestoren getragen wird, werden sie versucht sein, zu risikoreiche Projekte zu unternehmen, weil sie die Möglichkeit haben, vor dem Bekanntwerden schlechter Informationen ihre Aktien zu veräussern. Andererseits können gewisse effiziente Investitionsvorhaben gar nicht durch Aktienemissionen finanziert werden, da sie von potentiellen Risikokapitalgebern nicht von zu risikobehafteten Projekten unterschieden werden können. Insiderhandel hat daher in dieser Konstellation eher einen dämpfenden Effekt auf die Finanzierung von Investitionen durch Aktienemissionen.

Ein Hauptargument für eine Insiderregulierung fusst auf Kostenüberlegungen. Die Produktion von Information verursacht erhebliche Kosten, wenn sie nicht als Nebenprodukt bei der Firmentätigkeit anfällt, sondern durch kostenintensive Spezialsuche erworben wird. Dient Insiderhandel nur der Umverteilung von Vermögen zwischen uninformierten und informierten Marktteilnehmern, d.h., ohne eine Veränderung der Realinvestitionen zu bewirken, so sind die Informationskosten aus Effizienzgesichtspunkten als negativ zu beurteilen.

Das Kostenargument ist vor allem gegen die Research-Insider gerichtet, welche nur positiv zu bewerten sind, wenn die, im allgemeinen beträchtlichen, Informationskosten die Effizienzgewinne aus den gestiegenen Aktivapreisen nicht übersteigen

gen. Hingegen rechtfertigt es die Zulassung von unternehmensinternen Insidern zu den Wertpapiermärkten.

Insiderregulierungen haben einen weiteren, meist sehr wenig beachteten Effekt [6]. Muss ein potentieller Insider, aus Liquiditätsgründen Aktien der Firma verkaufen, so wird er durch Insiderstrafnormen geschützt. Bestehen nämlich keine Regulierungen, so werden potentielle Käufer in Rechnung stellen, dass der potentielle Insider auch aus Informationsgründen verkaufen und damit eine schlechte Ertragslage signalisieren könnte. Die resultierenden Aktivapreise werden in einem solchen Fall tiefer liegen als mit einer Insiderregulierung. Von dieser Problematik besonders betroffen sind Manager, wenn sie als solche erkannt werden und Aktien ihrer Firma verkaufen müssen.

Für ein Land wie die Schweiz, welche als kleine offene Volkswirtschaft ganz besonders mit den internationalen Finanzmärkten verbunden ist, hat ein Unterschied in den Insiderregulierungen zum Ausland einen Nebeneffekt. Bestehen nämlich viel weniger strenge Regelungen im Inland, so werden ausländische Investoren und inländische Outsideinvestoren eine zusätzliche nationale Risikoprämie für mögliche Insiderrisiken in Rechnung stellen, welche sich tendenziell dämpfend auf die inländischen Wertpapierpreise auswirken kann. Ausserdem besteht die Gefahr, dass sich ausländische Investoren überhaupt nur noch auf ausländische Anlagen konzentrieren werden. Der Wettbewerb der Finanzmärkte wirkt sich zuungunsten des Landes aus, welches Insidergeschäfte nicht beschränkt. Dieses zusätzliche nationale Risiko kann durch eine Angleichung der Insiderregulierung an diejenige des Auslands beseitigt werden.

Für die Rechtfertigung von Insiderbestrafungen werden in der wirtschaftspolitischen Diskussion noch eine Reihe weiterer Gründe angeführt, welche sich aber nicht mehr direkt in ökonomische Kategorien fassen lassen. Insbesondere zwei Punkte spielen eine entscheidende Rolle. Einerseits wird argumentiert, dass gewisse Insideraktivitäten die treuhänderischen Verpflichtungen gegenüber Vertragspartnern verletzen. Wenn z.B. eine Finanzinstitution aufgrund ihrer engen Verbundenheit mit einem Unternehmen zu einem Insider wird, so sei eine Insideraktivität desselben ein Bruch des impliziten Vertrauens, welches durch die Vertragsbeziehungen zwischen der Firma und dem Fremdkapitalgeber aufgebaut worden ist.

Andererseits wird aufgrund von Gleichbehandlungsprinzipien gefordert, dass alle Marktteilnehmer den gleichen Zugang zu Informationen haben sollten. Dieses Argument fusst auf der Überlegung, dass unterschiedliche Informationen von Marktteilnehmern "per se" nicht gewünscht werden und dass Handelsaktivitäten nur nach einem Ausgleich der Informationsgrundlagen stattfinden sollten. In der Praxis leidet dieses Gleichbehandlungsprinzip an der faktischen Unmöglichkeit, dass verschiedene Marktteilnehmer, wie z.B. Banken und private Anleger, den gleichen Zugang zu Informationen haben könnten, so dass höchstens von einem potentiell gleichen Zugang zu Informationen gesprochen werden kann, was dann wiederum wenig Hilfe für die Beurteilung von Insideraktivitäten liefert.

5. Schlussfolgerungen

Bis heute haben sich fast alle Länder entschlossen, spezifische Insiderregelungen zu erlassen. Die strafrechtlichen Bestimmungen weisen jedoch von Land zu Land grosse Unterschiede auf, auch wenn mit der im vergangenen Jahr beschlossenen EG-Richtlinie eine Koordinierung innerhalb der Europäischen Gemeinschaft angestrebt wird. Dies ist nicht überraschend, weil die Definition und Bestrafung von Insidern einen grossen Interpretationsspielraum offen lassen. Aufgrund der vorangegangenen Diskussion lassen sich auf jeden Fall vier Schlussfolgerungen ziehen:

Erstens stehen die strafrechtlichen, auf Gerechtigkeitsüberlegungen basierenden Argumente für die Bestrafung des klassischen Insiders nicht im Widerspruch zu den ökonomischen Erkenntnissen. Weil dessen Aktivitäten nur dadurch gekennzeichnet sind, Informationen zu erwerben, welche einen hohen privaten aber einen tiefen (oder sogar nega-

tiven) sozialen Nutzen beinhalten, lässt sich die strafrechtliche Verfolgung hier rechtfertigen.
Zweitens darf der Insiderhandel von Raidern nicht vollständig verboten werden, weil damit ein grosser Teil des Anreizeffektes für Firmenübernahmen verschwinden würden. Allerdings lässt ein völliger Verzicht auf eine Limite des Aktienanteils des Raiders, ab welchem er seine Absichten offenlegen muss, einen Spielraum, wie er für die Initiierung von Firmenübernahmen nicht nötig ist und der zu einer "übermässigen" Suchaktivität der Raider führen kann. Die "Disclosure Rules" in den USA mit den sehr tiefen Limiten haben die Übernahemwelle auf jeden Fall nicht gebremst.
Die Tätigkeiten der Finanzindustrie haben drittens zwar eine grosse Umverteilungskomponente und sind kostenintensiv. Allerdings ist es kaum möglich, ihnen eine positive Funktion in der Informationstransmission abzusprechen. Erwerben jedoch Finanzinstitute unternehmensspezifische Informationen, welche nur durch ihre besondere Stellung erhalten werden können, sollen die gleichen Überlegungen wie bei den Managern gelten.
Die Insidertätigkeiten von Managern haben sowohl positive wie auch negative Wirkungen. Aufgrund der schwierigen praktischen Probleme, bleibt hier die pragmatische Feststellung, dass nur Fälle unter die Strafnorm fallen sollten, welche bezüglich der Wirkung auf die Aktienkurse mit dem klassischen Insider zu vergleichen sind.
Die Schweizer Strafnorm geht von zwei Voraussetzungen aus, welche für die Erfüllung der Strafbarkeitsvoraussetzung notwendig sind (FORSTMOSER 1988).
Erstens muss dem Insider eine vertrauliche Tatsache bekannt sein, die bei ihrer Veröffentlichung einen erheblichen Einfluss auf den Kurs von Wertpapieren oder Optionen hat. Zweitens muss der potentielle Täter diese Tatsache an der Börse oder Vorbörse ausnützen, um sich oder anderen einen Vermögensvorteil zu verschaffen.
Als Insider, welche unter diese Strafnorm fallen, kommen deshalb vor allem die klassischen Insider, welche unternehmensintern oder -extern auftreten können, in Frage, wenn sie die Information vertraulich erhalten haben. Die Schweiz hat damit den auch aus Effizienzgesichtspunkten eindeutigsten Fall unter Strafe gestellt.
Die Verwendung von unternehmensinterner Information fällt nicht unter die Strafbarkeit, wenn die langfristig erst öffentlich werdende Information bei ihrer Veröffentlichung heute nicht schon einen enormen Preiseffekt zur Folge hätte. Reine Research-Insider geraten im allgemeinen nicht mit dem Insiderstrafrecht in Konflikt.
Als Fazit der Überlegungen ergibt sich, dass die schweizerischen Bestimmungen im wesentlichen am unteren Ende der als sinnvoll zu betrachtenden strafrechtlichen Normierungsmöglichkeiten zu sehen sind. Sie gehen nicht so weit wie z.B. die amerikanische Regelung, aber sie stellen die sicher nicht positiv zu beurteilende klassische Insidertätigkeit unter Strafe, wenn sie auf vertraulichen Informationen beruht. Allerdings kann die Wirksamkeit der neuen Insiderstrafnorm abschliessend erst nach einigen Erfahrungen mit der praktischen Kontrolle und der gerichtlichen Auslegung beurteilt werden. Sinnvollerweise sollte die Insiderregulierung durch eine im Moment diskutierte "Disclosure rule" für Takeovers ergänzt werden, wenn die Selbstregulierung in absehbarer Zeit nicht zum gleichen Ergebnis führt. Falls sich in der EG eine einheitliche Normierung durchsetzen sollte, wird die Schweiz zudem nicht darum herumkommen, sich stärker an diese, bisher als Richtlinie ausgestaltete, Regelung anzulehnen.
Zum Schluss soll noch auf die verfassungsrechtliche Problematik von solchen strafrechtlichen Bestimmungen hingewiesen werden, welche vorwiegend wirtschaftlich begründet werden. Bedenken ergeben sich daraus, dass der Effektenhandel in der Schweiz der Handels- und Gewerbefreiheit (Art. 31 BV) unterliegt und gesetzliche Beschränkungen durch ein öffentliches, polizeiliches Interesse motiviert sein müssen. Eingriffe aus reinen Effizienzüberlegungen bedürfen daher einer Verfassungsgrundlage, welche erst noch geschaffen werden müsste.

Fussnoten

[1] In Frage kämen am ehesten die strafrechtlichen Bestimmungen von Art. 148 (Betrug), Art. 158 (Verleitung zur Spekulation), Art. 159 (ungetreue Geschäftsführung) und Art. 162 StGB (Verletzung des Fabrikations- und Geschäftsgeheimnisses) sowie die Bestimmungen des Privatrechts Art. 21 (Übervorteilung), Art. 24 (Irrtum), Art. 28 (absichtliche Täuschung), Art. 171 ff (Gewährleistung bei der Abtretung von Forderungen) und Art. 184 ff OR (kaufrechtliche Regeln). Eine Diskussion der aktuellen rechtlichen Regelungen findet man in STUDIENGRUPPE (1989).

[2] Z.B. MANOVE (1989), AUSUBEL [1990], LELAND (1990) und DENNERT (1990). Eine ausführliche und kritische Diskussion der Wirkungen des Insiderhandels findet sich in DENNERT (1991). Die Problematik von Insidergeschäften im Rahmen von Firmenübernahmen wird in ROELL (1987) behandelt.

[3] Ob Firmenübernahmen wirklich zu einer Effizienzsteigerung führen, ist angesichts der Kontrollprobleme und Informationsasymmetrien umstritten (VON THADDEN 1990).

[4] Diese Annahme ist wohl in der Praxis für den klassischen und unternehmensinternen Insider unbestritten. Sie ist aber speziell für die Existenz von Research-Insidern insofern eine Herausforderung an die Theorie, als Manager, welche das erwartete Vermögen ihrer Aktionäre maximieren, selbst einen Anreiz haben, durch eine stetige Veröffentlichungspolitik die Risikoprämie für die Aktienpreise ihrer Firmen zu reduzieren, damit deren Marktpreise steigen.
Allerdings kann der Veröffentlichungsanreiz unter dem sozialen Optimum liegen, wenn die Erträge der Firmen stark positiv korreliert sind, was besonders in kartellisierten Märkten, wie zum Teil in der Schweiz, der Fall ist (GERSBACH 1990).

[5] Dieses Argument vernachlässigt aber, dass professionelle Händler selbst als Insider auftreten oder zu solchen durch die Beobachtung der Marktgebote werden können, was sie in den weiteren Transaktionen auszunützen versuchen.

[6] Dieses Argument wurde auch von Prof. M. Hellwig in einem unveröffentlichen Vortrag (1989) bei den "Basler Oekonomen" geäussert.

Literatur

AUSUBEL, L.M. (1990): "Insider Trading in a Rational Expectations Economy", American Economic Review 80, S.1022-1041.

DENNERT, J. (1990): "Insider Trading and the Allocation of Risks", Universität Basel.

DENNERT, J. (1991): "Insider Trading", Kyklos 44, (erscheint).

FORSTMOSER, P. (1988): "Das Neue Schweizerische Insider-Recht", Bank Vontobel, Zürich.

GERSBACH, H. (1990): "Information Externalities and Firm Disclosure Decisions", Universität Basel.

GROSSMAN, S.J., J.E. STIGLITZ (1980): "On the Impossibility of Informationally Efficient Markets", American Economic Review 70, S. 393-408.

HELLWIG, M.F. (1982): "Zur Informationseffizienz des Kapitalmarktes", Zeitschrift für Wirtschafts- und Sozialwissenschaften 1, S. 1-27.

KING, M., A. ROELL (1988): "Insider Trading", Economic Policy, 6, S. 165-187.

LELAND, H.E. (1990): "Insider Trading: Should it be Prohibited?", Laboratoire D'Econometrie Nr. 327, Paris.

MANNE, H.G. (1966): "Insider Trading and the Stock Market", The Free Press, New York.

MANOVE, M. (1989): "The Harm from Insider Trading and Informed Speculation", The Quarterly Journal of Economics 104, S. 823-846.

ROELL, A. (1987): "The Regulation of Take-overs", Discussion Paper London School of Economics, London.

STUDIENGRUPPE über das Börsenwesen (1989), "Bericht über die Struktur und Reglementierung der schweizerischen Effektenbörsen zu Handen des Eidgenössischen Finanzdepartements", EDMZ, Bern.

VON THADDEN, E.L. (1990): "On the Efficiency of the Market for Corporate Control", Kyklos 43, S. 635-658.