

mit der Aufdeckung der Information warten.<sup>234</sup> Darunter leidet die Informationseffizienz. *Zweitens* verfügen Insider nur über begrenzte Finanzmittel.<sup>235</sup> In Märkten mit hinreichend hoher Liquidität werden sie nicht in der Lage sein, Kurse zu beeinflussen. Zwar können Insider andere Händler auf den Plan rufen („abgeleitet informierter Handel“).<sup>236</sup> Hierbei handelt es sich jedoch – zumindest im Vergleich zur Aufdeckung der Information – um einen für Rauschen (*noise*) höchst anfälligen Mechanismus. *Drittens* mögen Insider als Erste von neuen Informationen erfahren; es darf aber bezweifelt werden, dass sie stets besser als etwa professionelle Analysten in der Lage sind, diese Informationen richtig zu bewerten.<sup>237</sup>

**(2) Insiderhandel als Verdrängung der Outsider-Informationshändler.** Während **110** Insiderhandel als Mechanismus zur Einpreisung neuer Informationen unter starken Defiziten leidet, hat er desaströse Auswirkungen auf diejenigen Marktteilnehmer, die alternativ die Einarbeitung neuer Informationen in Marktpreise übernehmen könnten: die Informationshändler, die nicht Insider, sondern Outsider sind.<sup>238</sup> Sie konkurrieren mit Insidern um die Ausbeutung wertrelevanter Informationen und sind – wäre Insiderhandel nicht verboten – dabei stets im Nachteil: Insider erfahren Informationen früher als Outsider. Soweit sie diese Informationen in Preise einarbeiten, bevor die Outsider von ihnen erfahren, **reduzieren sie die Profitmöglichkeiten** der Outsider. Schlimmer noch, Outsider laufen Gefahr, Preisbewegungen aufgrund des Insiderhandels als fundamental nicht gerechtfertigte Preisbewegung (*noise*) fehlzuinterpretieren und daher **systematisch Geld an Insider zu verlieren.**<sup>239</sup> Schließlich leiden Informationshändler darunter, dass die Liquiditätsanbieter in einem Markt mit Insiderhandel die Geld/Brief-Spanne erhöhen, um sich gegen das Risiko der Negativauslese zu versichern (→ Rn. 89 ff.), denn Liquiditätsanbieter können dabei nicht zwischen Insidern und Outsidern unterscheiden, stellen also dieselben Quotes für Insider wie für Outsider. Diese drei Effekte führen dazu, dass *Informationshändler weniger Anreize haben, nach Informationen zu suchen und im schlimmsten Fall den Markt zu verlassen.*

Dies erkennt man, wenn man das in Rn. 101 angeführte **Beispiel** betrachtet und unterstellt, dass *K* kein Portfolio-Investor, sondern ein Informationshändler ist, dh die Markt- und Informationslage beobachtet und handelt, wenn er meint, dass der Marktpreis vom Fundamentalwert des Finanzinstruments abweicht. Als Informationshändler hat *K* ein Problem: Wenn er feststellt, dass der Kurs ohne Bekanntwerden neuer Informationen von 100 EUR auf 90 EUR sinkt, kann er nicht erkennen, warum die Kurse fallen. Er läuft daher Gefahr, die auf Insiderhandel beruhende Kursbewegung als *noise*, dh als Rauschen im Markt, fehlzuinterpretieren.<sup>240</sup> Macht er diesen Fehler, kauft er den Insidern in unserem Beispiel, in dem diese über negative Informationen verfügen, die Aktien während des Zeitraums *z* zu einem Preis zwischen 90 EUR und 100 EUR ab. Wäre *K* ein Utilitätshändler, würde ihm dies nichts ausmachen. Als Utilitätshändler hätte *K* in dem Beispiel die Aktien ohne Insiderhandel sogar für 100 EUR gekauft. Für die Informationshändler gilt dies jedoch nicht. Im Gegensatz zu den Utilitätshändlern beruhen ihre Aktienkäufe auf der Kursbewegung, die durch den Insiderhandel ausgelöst wird. Dies ist der entscheidende Unterschied. *Ohne Insiderhandel hätte K als Informationshändler die Aktien nicht zum Preis von 100 EUR gekauft.* **111**

<sup>234</sup> AA Manne, 23 Vand. L. Rev. 547, 553 (1970): Insider würden unter dem Druck stehen, schnell zu handeln, weil sie befürchten würden, dass der Markt von der Information erfährt.

<sup>235</sup> Prentice/Donelson, 47 Am. Bus. L. J. 1, 19 (2010).

<sup>236</sup> Gilson/Kraakman, 70 Va. L. Rev. 549, 572 ff. (1984): „derivatively informed trading“; Klöhn RIW 2005, 728, 729.

<sup>237</sup> Goshen/Parchomovsky, 87 Va. L. Rev. 1229, 1246 (2001).

<sup>238</sup> Grundlegend Fishman/Hagerty, 23 RAND J. Econ. 106 (1992); danach etwa Banerjee/Eckard, 91 Am. Econ. Rev. 1329 (2001); Khanna/Slezak/Bradley, 7 Rev. Fin. Stud. 575 (1994); hieran in der rechtsökonomischen Analyse anknüpfend Goshen/Parchomovsky, 87 Va. L. Rev. 1229 (2001); Goshen/Parchomovsky, 55 Duke L.J. 711, 733 f. (2006); Klöhn ZHR 177 (2013), 349, 372 ff.; ähnlich Kobayashi/Ribstein, 40 UC Davis L. Rev. 21 (2006); differenzierend Shin, 5 J. Fin. Intermediation 49 (1996). Vgl. zu demselben Gedanken schon Brudney, 93 Harv. L. Rev. 322, 346 (1979); Haddock/Macey, 30 J. L. & Econ. 311, 317 ff. (1987).

<sup>239</sup> Ausführlich Klöhn ZHR 177 (2013), 349, 372 ff.

<sup>240</sup> Bagehot, 27 Fin. Analysts J. 12, 13 f. (1971); Goshen/Parchomovsky, 55 Duke L.J. 711, 733 f. (2006).

Er hätte sie gar nicht gekauft. Als Informationshändler verliert *K* daher systematisch Geld an Insider. Er kauft ihnen Aktien zu einem Preis von über 90 EUR ab, obwohl der wahre Wert der Aktie nur bei 90 EUR liegt. *Dieses Risiko* kann er nicht durch Portfoliodiversifizierung vermeiden, es ist seinem Handel inhärent. Hinzu kommt ein zweiter Punkt: Wird die Information aufgedeckt, nachdem der Kurs aufgrund des Insiderhandels gesunken ist, hat *K keine Möglichkeit* mehr, **von der Information zu profitieren**, soweit die Information schon aufgrund des Insiderhandels im Preis enthalten ist. *Die ursprünglich mit der Information verbundene Arbitragemöglichkeit ist durch den Insiderhandel eliminiert worden. Beide Effekte* zusammen mit der Tatsache, dass *K* die höheren Handelskosten zahlen muss, die die Liquiditätsanbieter aufgrund der Präsenz der Insider auf alle Händler umlegen, führen dazu, dass ***K sich aus dem Markt zurückzieht***, zB weniger Geld, Zeit und sonstige Ressourcen in die Suche und Analyse kursrelevanter Informationen investiert und im schlimmsten Fall den Markt ganz verlässt.

112 (3) **Outsider vs. Insider.** Die vorangegangenen Überlegungen führen zu einer einfachen und **entscheidenden Frage**: Es gibt zwei Gruppen von Händlern, die dafür sorgen können, dass neue Informationen in Preise eingearbeitet werden: Insider und (Outsider-)Informationshändler. Beide können nicht koexistieren. Die Insider sind die „natürlichen Feinde“ der Outsider. Sie nehmen den Outsidern die Arbitragemöglichkeiten, und sie profitieren von der Unkenntnis der Outsider, die fundamental gerechtfertigte Preisbewegungen als *noise* fehlinterpretieren (→ Rn. 110). Die Frage nach der Rechtfertigung des Insiderverbots ist also die Frage danach, *welche Händler das Recht mit der volkswirtschaftlich höchst bedeutsamen Aufgabe der Herstellung von Informationseffizienz betrauen sollte*: Insider oder Outsider? Das Pendel schlägt eindeutig zugunsten der Outsider-Informationshändler aus:<sup>241</sup>

- *Insider* entscheiden typischerweise über die Veröffentlichung der Information und haben daher einen Anreiz, die Veröffentlichung hinauszuzögern. *Outsider* konkurrieren um die Ausbeutung von Informationen und entscheiden nicht über deren Veröffentlichung. Daher ist zu erwarten, dass sie Informationen schneller in den Markt einpreisen – vor allem, wenn das Insiderverbot mit einer strengen Pflicht der Emittenten zur Ad-hoc-Publizität begleitet wird.
- *Insider* suchen nicht nach Informationen, sondern stoßen eher zufällig während ihrer Tätigkeit auf sie. *Outsider* investieren in Informationssuche und in die Informationsanalyse. Sie sind dauerhaft am Markt präsent, bauen Analyse-Know-How und Ressourcen auf und realisieren dabei Skaleneffekte. Dies macht sie als Gruppe verlässlicher als Informationshändler für die Schaffung von Informationseffizienz.<sup>242</sup> Zwar mögen sie *als Gruppe* keinen Vorteil bei der Suche nach neuen Informationen gegenüber den Insidern haben. Sie haben *als Gruppe* aber einen deutlichen Vorteil, wenn es um die Analyse von Informationen, vor allem fremder Informationen, geht.<sup>243</sup>
- Schließlich können *Outsider* mehr Liquidität bereitstellen und handeln mit mehr Preiseinfluss, denn sie haben größere finanzielle Ressourcen.<sup>244</sup>

113 Diese theoretischen Überlegungen erfahren Rückhalt von der neueren **empirischen Kapitalmarktforschung**. Einerseits werden sie gestützt von den Ereignisstudien zum Zusammenhang zwischen dem Insiderverbot und Informationsgehalt der Marktpreise (→ Rn. 133), denn diese Forschung belegt, dass Märkte mit Insiderverbot eine höhere Informationseffizienz aufweisen.<sup>245</sup> Unterstützung erfahren sie andererseits von den empirischen Erkenntnissen darüber, dass Informationen aufgrund von Insiderhandel tatsächlich in Preise eingearbeitet werden (→ Rn. 137), denn dies bedeutet erstens, dass Insider Arbitragemöglichkeiten zu Lasten von Outsidern eliminieren, und bestätigt zweitens, dass die Gefahr,

<sup>241</sup> *Goshen/Parchomovsky*, 87 Va. L. Rev. 1229, 1246 ff. (2001); *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L.J. 711, 735 f. (2006).

<sup>242</sup> *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L.J. 711, 736 (2006).

<sup>243</sup> *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L.J. 711, 736 (2006).

<sup>244</sup> *Goshen/Parchomovsky*, 55 Duke L.J. 711, 736 (2006).

<sup>245</sup> Ausdrücklich *Fernandes/Ferreira*, 22 Rev. Fin. Stud. 1845, 1847 (2009).

dass Outsider fundamental gerechtfertigte Preisbewegungen als „Rauschen“ fehlinterpretieren, durchaus real ist.<sup>246</sup>

**bb) Marktintegrität und -liquidität.** (Outsider-)Informationshändler sind die eine Gruppe von Händlern, die durch Insiderhandel zum Handel verleitet werden und daher zu den Geschädigten des Insiderhandels gehören (allgemein → Rn. 31). Die andere Gruppe sind die Liquiditätsanbieter. Da sie gegenüber dem jeweiligen Marktplatzbetreiber verpflichtet sind, Liquidität bereitzustellen, hätten sie die Geschäfte, die sie mit den Insidern abgeschlossen haben, nicht mit anderen Anlegern getätigt. Ebenso wie Informationshändler verlieren sie daher systematisch Geld an Insider. 114

Im Gegensatz zu den Informationshändlern, können sie sich allerdings gegen dieses **Risiko versichern**, und zwar indem sie entweder die Geld/Brief-Spanne erhöhen oder die Menge an Finanzinstrumenten reduzieren, die sie zu einem bestimmten Preis kaufen oder verkaufen würden (→ Rn. 89 ff.).<sup>247</sup> Die erhöhten Handelskosten trägt der gesamte Markt, denn Liquiditätsanbieter sind nicht in der Lage, bei der Stellung ihrer Quotes zwischen Insidern und Outsidern zu unterscheiden. 115

**cc) Corporate Governance. (1) Vergütungsmechanismus.** Ein wesentliches Argument *Henry Mannes* lautete: Insiderhandel ist ein effizienter Vergütungsmechanismus für Manager, der herkömmlichen Vergütungsschemata überlegen ist. Obwohl empirische Evidenz existiert, dass Emittenten tatsächlich die entfallene Möglichkeit zum Insiderhandel durch eine höhere Vergütung entlohnen (→ Rn. 140), darf die Argumentation *Mannes*, Insiderhandel sei eine bessere Form der Managervergütung, als **widerlegt** angesehen werden.<sup>248</sup> 116

**(a) Unternehmensinteresse.** Aus Sicht des deutschen Aktienrechts könnte ein Argument schon daraus folgen, dass Insiderhandel die Anreize des Vorstands höchstens mit den Interessen der Aktionäre auf Linie bringt, nicht aber mit denen der anderen **stakeholders** der Gesellschaft, insbesondere Gläubigern und Arbeitnehmern, denn deren Interessen werden nicht im Aktienkurs reflektiert. Zumindest in rechtsökonomischer Hinsicht bestehen allerdings große Zweifel an der Überzeugungskraft des Stakeholder-value-Ansatzes,<sup>249</sup> so dass dieses Argument im Rahmen einer regulierungstheoretischen Diskussion nicht ausreicht, um die Thesen *Mannes* zu widerlegen. 117

**(b) Profitables Missmanagement.** Selbst aus der Sicht des Shareholder-value-Ansatzes weist Insiderhandel als Vergütungsmechanismus jedoch erhebliche Schwächen auf: Ein offensichtlicher Einwand ergibt sich daraus, dass Manager nicht nur von guten, sondern auch von **schlechten Unternehmensnachrichten profitieren können**, also von ihrem Missmanagement.<sup>250</sup> Dies weckt Zweifel an dem Kerngedanken *Henry Mannes*, wonach Insiderhandel die Anreize des Vorstands an die Interessen der Aktionäre angleichen würde. Hiergegen wird eingewandt, es sei wünschenswert, dass Manager von Missmanagement 118

<sup>246</sup> Sehr lesenswert *Bhattacharya/Daouk/Jorgenson/Kehr*, 55 J. Fin. Econ. 69 (2000) (für Mexiko).

<sup>247</sup> *Bagehot*, 27 (2) Fin. Analysts J. 12 (1971); *Kyle*, 53 *Econometrica* 1315 (1985); *Glosten/Milgrom*, 14 J. Fin. Econ. 71 (1985); *Amihud/Mendelsohn*, 17 J. Fin. Econ. 223 (1986); *Glosten*, 62 J. Bus. 211 (1989); *Leland*, 100 J. Pol. Econ. 859 (1992); *Georgakopoulos*, 26 Conn. L. Rev. 1 (1993); *Klock*, 10 Ga. St. L. Rev. 297, 330 (1994); *DeMarzo/Fishman/Hagerty*, 106 J. Pol. Econ. 602 (1998); *Bhattacharya/Daouk*, 57 J. Fin. 75, 76 (2002); *aA Dolgopolo*, 33 Cap. U. L. Rev. 83 (2004); *Manne*, 31 J. Corp. L. 167, 169 (2005).

<sup>248</sup> *Manne*, 31 J. Corp. L. 167, 170 f. (2005) räumt ein, dass dieses Argument im Vergleich mit dem Markteffizienz-Argument „has been more forcefully attacked, and it is perhaps less robust than I and other proponents had originally assumed“. Optimistischer allerdings *Manne* in *Bainbridge* (ed.), *Research Handbook on Insider Trading*, 2013, S. 67 ff.

<sup>249</sup> *Easterbrook/Fischel*, *The Economic Structure of Corporate Law*, 1991, S. 36 ff.; speziell im Hinblick auf den Interessenkonflikt zwischen Aktionären und Gläubigern *Klöhn* ZGR 2008, 110, 130 ff.

<sup>250</sup> Zuerst wohl *Schotland*, 53 Va. L. Rev. 1425, 1453 (1967); danach etwa *Cox*, 1986 Duke L.J. 628, 651 f.; *Seligman*, 73 Geo. L.J. 1083, 1095 (1985); *Ausubel*, 80 Am. Econ. Rev. 1022, 1026 (1990); *Winslow/Anderson*, 81 Ky. L.J. 295, 306 ff. (1992–1993); *Brockman/Tresl/Unlu*, 29 J. Corp. Fin. 263, 283 (2014); in Deutschland etwa *Hopt* ZGR 1991, 17, 24; *Hopt* AG 1995, 353, 356.

profitieren könnten, weil dies ihre Risikoaversion senke.<sup>251</sup> Dies kann jedoch kaum überzeugen. Nicht die Risikoaversion des Managements ist das wesentliche Problem, sondern die Tatsache, dass es viel leichter ist, Börsenwert zu vernichten, als Börsenwert zu schaffen.<sup>252</sup> Zuzugeben ist, dass man der Problematik mit entsprechenden vertraglichen Restriktionen beikommen könnte, obwohl Zweifel daran bestehen, ob solche Beschränkungen effektiv durchgesetzt werden könnten.<sup>253</sup>

**119 (c) Fehlanreize und Steuerungsdefizite.** Selbst wenn man ignoriert, dass Vorstände von ihrem Missmanagement profitieren können, bleiben weitere Zweifel. Diese ergeben sich aus der Tatsache, dass Vorstände unmittelbar nicht davon profitieren würden, den Börsenwert der Gesellschaft zu steigern, sondern davon, ihre *Insiderinformationen am Markt zu verwerfen*. Sie haben daher in erster Linie nicht einen Anreiz, Werte zu schaffen, sondern werden primär bemüht sein, **ihre Profitmöglichkeiten am Kapitalmarkt zu maximieren**.<sup>254</sup> Dies kann zu Lasten des operativen Geschäfts des Emittenten gehen. Vorstände erhalten zB einen Anreiz, das (langfristige) Wertschöpfungsinteresse der Gesellschaft zugunsten kurzfristiger Profitmöglichkeit aufzuopfern, etwa Dividenden anzukündigen, obwohl es besser wäre, Gewinne zu thesaurieren.<sup>255</sup> Und es drohen weitere **Fehlanreize**:

- *Erstens* veranlasst die Möglichkeit zum Insiderhandel Vorstände dazu, die Veröffentlichung von Insiderinformationen hinauszuzögern.<sup>256</sup> Zudem haben sie einen Anreiz, Informationen innerhalb des Emittenten mit so wenigen Leuten wie möglich zu teilen. Es kommt daher auch innerhalb der Firma zur verspäteten Aufdeckung von Informationen, worunter die Tätigkeit des Emittenten erheblich leiden kann.<sup>257</sup> Manager haben einen Grund, Transaktionen auf Kosten der Gesellschaft so strukturieren, dass sie möglichst geheim bleiben.<sup>258</sup> Schließlich ist denkbar, dass bestimmte Vorhaben der Gesellschaft aufgeschoben werden, weil Insider ihre Handelsgewinne maximieren möchten, indem sie über einen längeren Zeitraum mit niedrigen täglichen Volumina handeln (*stealth trading*).<sup>259</sup>
- Ein *zweites* Anreizproblem resultiert aus der Tatsache, dass Manager erheblich profitieren können, wenn sie gute Unternehmensnachrichten schaffen, aber keine Einbußen erleiden, wenn der Aktienkurs sinkt. Ihre Vergütungsstruktur ist tatsächlich derjenigen einer Call-Option angenähert.<sup>260</sup> Dadurch erhalten sie ganz allgemein einen Anreiz, das Risiko des Emittenten zu steigern, denn mit der Volatilität steigt der Wert ihrer optionsähnlichen Vergütung. Bei entsprechenden Gewinnmöglichkeiten können Manager sogar veranlasst sein, in höchst risikoreiche Projekte zu investieren, die einen negativen Erwartungswert haben.<sup>261</sup>
- *Schließlich* haben Vorstände einen Anreiz zur Veröffentlichung von Falschmeldungen und zur Kursmanipulation.<sup>262</sup>

**120** Dass Insiderhandel Vorständen eine effiziente Möglichkeit schafft, ihre Vergütung im Nachhinein anzupassen (→ Rn. 104), ist nach alledem höchst zweifelhaft. Vielmehr steht zu

<sup>251</sup> *Carlton/Fischel*, 35 Stan. L. Rev. 857, 872 (1983). Zur Risikoaversion des Vorstands als Agency-Problem s. *A. Arnold*, Die Steuerung des Vorstandshandelns, 2007, S. 55 ff.

<sup>252</sup> *Ausubel*, 80 Am. Econ. Rev. 1022, 1026 (1990).

<sup>253</sup> Dazu schon *Easterbrook*, 1981 Sup. Ct. Rev. 309, 333 f.; danach etwa *Clark*, Corporate Law, 1986, S. 276; *Beny* 32 J. Corp. L. 237, 254 (2007).

<sup>254</sup> *Levmore*, 68 Va. L. Rev. 117, 149 f. (1982); *Goshen/Parchomovsky*, 87 Va. L. Rev. 1229, 1247 (2001).

<sup>255</sup> *Schotland*, 53 Va. L. Rev. 1425, 1452 (1967).

<sup>256</sup> S. etwa *Schotland*, 53 Va. L. Rev. 1425, 1448 (1967).

<sup>257</sup> *Haft*, 80 Mich. L. Rev. 1051, 1053 ff. (1982).

<sup>258</sup> *Bainbridge* in Bouckaert/De Geest (eds.), Encyclopedia of Law & Economics, Vol. I, 2000, S. 772, 789.

<sup>259</sup> Vgl. *Brudney*, 93 Harv. L. Rev. 322, 362 (1979); *Bainbridge* in Bouckaert/De Geest (eds.), Encyclopedia of Law & Economics, Vol. I, 2000, S. 772, 789.

<sup>260</sup> Die Möglichkeit, von schlechten Unternehmensnachrichten sogar zu profitieren, wird hier ausgeblendet, → Rn. 118.

<sup>261</sup> *Easterbrook*, 1981 Sup. Ct. Rev. 309, 332 f.; *Klock*, 10 Ga. St. L. Rev. 297, 312 ff. (1994); *Bechuck/Fershtman*, 29 J. Fin. & Quant. Anal. 1 (1994).

<sup>262</sup> *Schotland*, 53 Va. L. Rev. 1425, 1449 (1967).

befürchten, dass Manager diese Möglichkeit nutzen, um **effiziente Vergütungsschemata im Nachhinein zu sabotieren.**<sup>263</sup>

Es ist auch nicht richtig, dass **Insiderhandel ein besonders präzises Instrument** wäre, um die Interessen des Vorstands auf eine Linie mit denen der Aktionäre zu bringen. Die Höhe der Insiderprofite hängt nämlich nicht nur von der Fähigkeit des Vorstands ab, von positiven neuen Unternehmensnachrichten zu profitieren, sondern in erheblichem Umfang von nicht beeinflussbaren, häufig nicht firmenspezifischen, sondern marktweiten Entwicklungen (zB Konjunkturlage etc.). Zudem profitiert ein Vorstand umso stärker, je mehr Vermögen er hat.<sup>264</sup> Dass Vorstände ohne Vermögen die Insiderinformation leicht „verkaufen“ könnten,<sup>265</sup> ist nicht richtig, denn sie sind dem in der Informationsökonomik wohl erforschten Informationsdilemma ausgesetzt: Sie können den Wert der Information kaum glaubhaft signalisieren, ohne einen Teil der Information umsonst wegzugeben.<sup>266</sup> Hinzu kommt, dass Manager von den Informationen profitieren können, die ein anderer geschaffen hat, sofern sie davon erfahren.<sup>267</sup> Diese Nicht-Exklusivität von Insiderinformationen schafft die aus der Spieltheorie wohl bekannten Gemeinschaftsgüter- und Trittbrettfahrer-Probleme.<sup>268</sup> Zumindest in der US-amerikanischen Gerichtspraxis lässt sich beobachten, dass die Angeklagten in Insiderfällen häufig nicht diejenigen sind, die eine bestimmte Information geschaffen haben, sondern solche Personen, die auf andere Weise von ihr erfahren haben, etwa *outside directors*, „einfache Angestellte“ oder Unternehmensexterne.<sup>269</sup>

Obwohl all diese Einwände kaum von der Hand zu weisen sind, sollte man den Befürwortern einer Deregulierung des Insiderverbots konzedieren, dass diese Einwände nicht vollständig **„insiderspezifisch“** sind, sondern sich prinzipiell gegen jeden Vergütungsmechanismus richten, mit dem die Vorstände von der Entwicklung des Börsenkurses profitieren können.<sup>270</sup> Die spezifische Schwäche des Insiderhandels als Kompensationsmechanismus besteht jedoch darin, dass er Vorständen erlaubt, von der Entwicklung des Aktienkurses zu profitieren, ohne weitere Grenzen wie etwa Haltefristen, Benchmarks oÄ aufzeigen zu können. Hinzu kommt ein weiteres Problem: Die Höhe der Vergütung ist – anders als bei herkömmlichen Vergütungspaketen – höchst unsicher. Diese Unsicherheit ist vermeidbar, unnötig und unproduktiv.<sup>271</sup> Die Bereitschaft kompetenter, aber risikoaverser Manager zur Aufnahme der Tätigkeit wird sinken.<sup>272</sup>

**(d) Screening und Signaling.** Auch dass Insiderhandel ein effektiver *Screening-* und *Signaling-*Mechanismus wäre, ist sehr zweifelhaft: Von Insiderhandel profitiert – wie gesehen – nicht nur, wer gut im Werteschaffen ist, sondern auch, wer gut in der Wertpapieranalyse ist. Die besten Analysten sind aber nicht allein deshalb auch die besten Vorstände. Zudem ist aufgrund der Risikoaversion von Managern<sup>273</sup> zu befürchten, dass sich die besten Kandidaten nicht für Vergütungspakete mit der Möglichkeit zum Insiderhandel bewerben, sondern um solche, die eine feste Bezahlung enthalten.<sup>274</sup> Allgemein mag man zudem auf die Neigung von Menschen zur Selbstüberschätzung und zum übertriebenen Optimismus verweisen,<sup>275</sup>

<sup>263</sup> *Kraakman* in Hopt/Wymeersch (eds.), *European Insider Dealing: Law and Practice*, 1991, 47, 52; vgl. auch Hopt ZGR 1991, 17, 24.

<sup>264</sup> *Schotland*, 53 Va. L. Rev. 1425, 1455 (1967).

<sup>265</sup> *Manne*, *Insider Trading and the Stock Market*, 1966, S. 138 f.

<sup>266</sup> *Keck*, 31 J. Conflict Resolution 139 (1987); *Birmingham*, 29 Wm. & Mary L. Rev. 249 (1988); instruktiv *Fleischer*, *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht*, 2001, S. 157.

<sup>267</sup> *Bainbridge* in Bouckaert/De Geest (eds.), *Encyclopedia of Law & Economics*, Vol. I, 2000, S. 772, 781.

<sup>268</sup> *Beny*, 32 J. Corp. L. 237, 244 (2007).

<sup>269</sup> *Cox*, 1986 Duke L.J. 628, 653.

<sup>270</sup> *Clark*, *Corporate Law*, 1986, S. 267.

<sup>271</sup> *Clark*, *Corporate Law*, 1986, S. 274.

<sup>272</sup> *Easterbrook*, 1981 Sup. Ct. Rev. 309, 332.

<sup>273</sup> Allg. dazu *A. Arnold*, *Die Steuerung des Vorstandshandelns*, 2007, S. 55 ff.

<sup>274</sup> *Easterbrook*, 1981 Sup. Ct. Rev. 309, 332.

<sup>275</sup> Etwa *Irwin*, 21 J. Personality 329 (1953); *Weinstein*, 39 J. Pers. & Soc. Psychol. 806 (1980); *Kunda*, 53 J. Pers. & Soc. Psychol. 636 (1987); *Weinstein/Klein*, 15 J. Soc. & Clin. Psychol. 1 (1996); *Thaler*, 14(1) J. Econ. Persp. 133 (2000); zuz. zum Phänomen der *overconfidence* *Glaser/Weber* in Baker/Nofsinger (eds.), *Behavioral Finance*, 2010, S. 214 ff.

so dass zu befürchten ist, dass sich nicht die besten Manager um eine Anstellung mit Möglichkeit zum Insiderhandel bewerben, sondern diejenigen, die sich am stärksten überschätzen.<sup>276</sup>

124 (2) **Weitere Corporate-Governance-Probleme.** Dem Argument, wonach die Möglichkeit zum Insiderhandel eine angemessene Risikoprämie für Großaktionäre wäre (→ Rn. 105), lässt sich entgegenen, dass Großaktionäre ihren Einfluss nicht zur Kontrolle des Managements nutzen, sondern ausüben könnten, um Insider-Tipps zu bekommen.<sup>277</sup> Dies würde die Agency-Problematik bei börsennotierten Gesellschaften nicht lindern, sondern verschärfen.<sup>278</sup>

125 **dd) Kapitalkosten.** Nimmt man all die vorgenannten Kritikpunkte zusammen, ist zu erwarten, dass die **Kapitalkosten der Emittenten** aufgrund des Insiderhandels **erheblich steigen**. Die Bereitschaft von Investoren, auf dem Primärmarkt Kapital bereitzustellen, wird umso niedriger ausfallen, je mehr Insiderhandel sie auf dem Sekundärmarkt erwarten, und zwar aus drei Gründen:

- aufgrund der niedrigeren Informationseffizienz des Sekundärmarktes und des damit verbundenen Risikos adverser Selektion,<sup>279</sup>
- aufgrund der *höheren Handelskosten* und der damit verbundenen *niedrigeren Liquidität*<sup>280</sup> (→ Rn. 135),
- schließlich aufgrund der höheren Agenturkosten im Verhältnis Anleger-Management<sup>281</sup> und Kleinanleger-Großaktionär<sup>282</sup> (→ Rn. 136, 139).

126 Hinzu mag kommen, dass es Investoren unabhängig von jeder ökonomischen Überlegung unfair finden, dass Insiderhandel stattfindet, und deshalb weniger Kapital am Primärmarkt zur Verfügung stellen, obwohl der Vorwurf der Unfairness insoweit nicht gerechtfertigt ist, als Marktteilnehmer das Insiderrisiko durch Portfoliodiversifizierung reduzieren können (→ Rn. 100 f.).

127 Akzeptiert man dieses Zwischenergebnis, dann dürfte das Insiderhandelsverbot tatsächlich zu einer **Pareto-Verbesserung** führen: Es gewinnen nicht nur die Anleger, sondern auch die Manager, die in einem System mit Insiderhandelsverbot mehr Kapital einsammeln (und sich bessere Vergütungen auszahlen lassen) können als in einem System, in dem Insiderhandel legal wäre.<sup>283</sup> Zwar wird dagegen eingewandt, dass Emittenten keine Anstrengungen gegen Insiderhandel tätigen.<sup>284</sup> Aber erstens stimmt das nicht, da viele Compliance-Richtlinien börsennotierter Unternehmen über das geltende Recht hinausgehen (zB häufig strengere Handelsfenster enthalten), und zweitens können Emittenten Insiderhandel nur relativ schwer überwachen, wodurch ihr Anreiz zur Vereinbarung vertraglicher Handelsfenster oÄ gesenkt wird.<sup>285</sup>

128 **3. Wichtige Zwischenergebnisse.** Nach den vorstehenden Betrachtungen kann die Frage, wer durch Insiderhandel geschädigt wird, passgenau beantwortet werden: Geschädigt werden alle Marktteilnehmer, die **wegen des Insiders vom Handel ausgeschlossen oder zum Handel veranlasst wurden**. Der *erste Fall* ist auf anonymen Kapitalmärkten wegen

<sup>276</sup> Georgakopoulos, 26 Conn. L. Rev. 1, 3 f. (1993).

<sup>277</sup> Etwa Brockman/Tresl/Unlu, 29 J. Corp. Fin. 263, 283 (2014).

<sup>278</sup> Maug, 46 Eur. Econ. Rev. 1569 (2002); Bhattacharya/Daouk, 57 J. Fin. 75, 76 (2002).

<sup>279</sup> Viel zitierte Modelle zum Zusammenhang zwischen erwarteten Informationsasymmetrien auf dem Sekundärmarkt und den Kapitalkosten finden sich bei Easley/O'Hara, 59 J. Fin. 1553 (2004); Gârleanu/Pedersen, 17 Rev. Fin. Stud. 643 (2006).

<sup>280</sup> Amihud/Mendelson, 17 J. Fin. Econ. 223 (1986); Constantinides, 94 J. Pol. Econ. 842 (1986); Baiman/Verrecchia, J. Acct. Res. 1 (1996); Jacoby/Fowler/Gottesman, 3 J. Fin. Markets 69 (2000).

<sup>281</sup> Manove, 104 Q. J. Econ. 823 (1989); Ausubel, 80 Am. Econ. Rev. 1022 (1990); Brockman/Tresl/Unlu, 29 J. Corp. Fin. 263 (2014).

<sup>282</sup> Maug, 46 Eur. Econ. Rev. 1569 (2002); Bhattacharya/Daouk, 57 J. Fin. 75, 76 (2002); Brockman/Tresl/Unlu, 29 J. Corp. Fin. 263 (2014).

<sup>283</sup> Ausubel, 80 Am. Econ. Rev. 1022 (1990).

<sup>284</sup> Wang, 54 S. Cal. L. Rev. 1217, 1229 (1981).

<sup>285</sup> Easterbrook, 1981 Sup. Ct. Rev. 309, 333 f.; Ausubel, 80 Am. Econ. Rev. 1022, 1026 (1990).

der hohen Liquidität sehr unwahrscheinlich und lässt sich kaum mit vertretbarem Aufwand ermitteln. Unter die *zweite Gruppe* von Anlegern fallen die folgenden Händler:

- *Informationshändler*, die Preisbewegungen aufgrund von Insiderhandel als Rauschen (noise) fehlinterpretieren (→ Rn. 110 f.).
- *Liquiditätsanbieter*, die aufgrund ihrer Pflicht, Liquidität bereitzustellen, mit den Insidern kontrahieren müssen (→ Rn. 89).
- Keine unmittelbaren Opfer des Insiderhandels sind hingegen die *Utilitätshändler*, die rational uninformativ bleiben und deren Handelsentscheidung unabhängig von der durch die Insider ausgelösten Preisbewegung erfolgt (→ Rn. 87, → Rn. 100).

Zwischen den Informationshändlern und den Liquiditätsanbietern existiert ein wichtiger Unterschied, der für die **rechtliche Analyse des Insiderrechts zentral** ist. Beide reagieren unterschiedlich auf die Gefahr von Insiderhandel: Liquiditätsanbieter erhöhen die Geld/Brief-Spanne oder reduzieren die „Markttiefe“, also die Menge an Finanzinstrumenten, die sie zu handeln bereit sind (→ Rn. 89 ff.). Informationshändler ziehen sich vollständig oder teilweise aus dem Markt zurück (→ Rn. 110 f.). Die für das gesamte Insiderrecht zentrale Konsequenz lautet: Es gibt nur eine Gruppe von Händlern, die als **primärer Schutzadressat des Insiderrechts** in Betracht kommt: die Informationshändler. Die Marktmissbrauchsverordnung folgt diesem Gedanken zwar nicht ausdrücklich, aber der Sache nach unverkennbar. **Erwägungsgrund Nr. 23** sieht das zentrale Merkmal von Insidergeschäften in dem „ungerechtfertigten Vorteil, der mittels Insiderinformationen zum Nachteil Dritter erzielt wird, die diese Informationen nicht kennen“. Diese „Dritten“ können nur die Informationshändler sein, denn nur sie erleiden aufgrund des Insiderhandels einen Verlust (→ Rn. 100 f., → Rn. 110 f.) und nur sie sind überhaupt an einem gleichberechtigten Zugang zu kursrelevanten Informationen interessiert. 129

**4. Empirische Evidenz. a) Überblick über die Literatur.** Die ökonomische Debatte wurde zunächst fast ausschließlich auf theoretischer, nicht aber auf empirischer Ebene ausgetragen.<sup>286</sup> Der wesentliche Grund lag darin, dass viele Länder über kein Insiderhandelsverbot verfügten und in Staaten wie den USA, in denen Insiderhandel verboten war, Daten nur schwierig und höchst unvollständig zu beschaffen waren.<sup>287</sup> Die Einführung von Insiderregeln auf der ganzen Welt, vor allem seit den 1980er Jahren, erlaubte Ereignisstudien (*event studies*), die sich mit den Effekten der Einführung und Durchsetzung dieser Gesetze auf die Verfassung der Märkte und das Verhalten der Marktteilnehmer beschäftigten. 130

Diese Studien lassen sich grob einteilen in *makroökonomische Untersuchungen* über den Zusammenhang von Insiderrecht und marktweiten Daten wie Marktliquidität und Handelskosten, Kapitalkosten etc. (→ Rn. 132 ff.), *mikroökonomische Studien* über den Zusammenhang zwischen Insiderrecht und dem Verhalten einzelner Marktteilnehmer, insbesondere der Insider selbst (→ Rn. 137 ff.), und Studien, die versuchen, die *Effektivität des Rechts* bei der Bekämpfung des Insiderhandels auszumessen. Die Forschung ist mittlerweile sehr ausdifferenziert und kaum noch überschaubar. Als **kurioses Beispiel** nehme man eine Untersuchung, die zeigt, dass die Mitglieder des US-amerikanischen Senats in der Zeit zwischen 1993 und 1998 den Markt mit ihren privaten Aktienkäufen und -verkäufen um durchschnittlich sage und schreibe 85 bzw. 12 Basispunkte pro Monat schlugen.<sup>288</sup> 131

**b) Makroökonomische Studien. aa) Insiderverbot und Kapitalkosten.** Eine wesentliche These der Befürworter eines strengen Insiderrechts lautet, das Insiderverbot 132

<sup>286</sup> Auf die Notwendigkeit empirischer Forschung schon in einer Besprechung von Mannes „Insider Trading and the Stock Market“ hinweisend Patterson, 57 Am. Econ. Rev. 971, 974 (1967).

<sup>287</sup> S. etwa Bainbridge in Bouckaert/De Geest (eds.), *Encyclopedia of Law & Economics*, Vol. I, 2000, S. 772, 779; Padilla, 4 J. L. Econ. & Pol’y 239, 244 (2008). Eine frühe Studie, in der dies gelang, findet sich bei Meulbroek, 47 J. Fin. 1661 (1992). Jedoch dürfen Zweifel an der Validität dieser Untersuchung angemeldet werden; vgl. dazu Bhattacharya/Daouk, 57 J. Fin. 75, 77 (2002): „selection bias“.

<sup>288</sup> Ziobrowski/Cheng/Boyd/Ziobrowski, 39 J. Fin. & Quant. Anal. 661 (2004); s. auch Kim in Bainbridge (ed.), *Research Handbook on Insider Trading*, 2013, S. 166 ff. Zur neueren Rechtsentwicklung Verret in Bainbridge (ed.), *Research Handbook on Insider Trading*, 2013, S. 153 ff.

senke die Kapitalkosten börsennotierter Gesellschaften (→ Rn. 98). Unterstützt wird dieses Argument durch eine viel zitierte Studie von *Bhattacharya* und *Daouk*.<sup>289</sup> Demnach hat die bloße Einführung des Insiderverbots zwar keinen nachweisbaren Effekt auf die Kapitalkosten börsennotierter Gesellschaften. Jedoch kommt es zu einer Reduzierung der Kapitalkosten, sobald die Insiderregulierung tatsächlich durchgesetzt wird. Allerdings hüten sich *Bhattacharya/Daouk* dezidiert davor, von Kausalität zu sprechen, und beschränken sich auf die Feststellung einer Korrelation zwischen beiden Größen.<sup>290</sup> Weitere empirische Unterstützung liefert eine Studie, die zeigt, dass Emittenten umso höhere Dividenden zahlen, je laxer das Insiderrecht ist.<sup>291</sup> Da ein schwacher Schutz gegen Insiderhandel die erwarteten Agenturkosten im Emittenten erhöht und folglich zu höheren Kapitalkosten führt (→ Rn. 125), nutzt das Management offenbar hohe Ausschüttungen, um zu signalisieren, dass man im Interesse aller, dh auch der Outsider-Aktionäre handle.<sup>292</sup>

**133 bb) Insiderverbot und Informationseffizienz.** Ein weiteres zentrales Argument der Gegner einer Deregulierung des Insiderrechts lautet, dass Insiderhandel die Informationseffizienz der Märkte entgegen den Annahmen von *Henry Manne* nicht erhöhen, sondern senken würde (→ Rn. 96 ff.). Tatsächlich kommt *Laura Beny* in einer stark rezipierten Studie zu dem Ergebnis, dass die Schärfe des Insiderrechts positiv mit dem Informationsgehalt der Wertpapierpreise korreliert.<sup>293</sup> *Fernandes/Ferreira* stellen fest, dass jedenfalls in entwickelten Kapitalmärkten die Durchsetzung des Insiderverbots zu informativeren Kapitalmarktpreisen führe, was wiederum die Kapitalkosten der Emittenten senke.<sup>294</sup>

**134 cc) Insiderverbot und Liquidität.** Senkt Insiderhandel auch die Liquidität der Märkte? In der Kapitalmarkttheorie geht man zumeist wie selbstverständlich davon aus.<sup>295</sup> Die empirische Forschung ist nicht so eindeutig. Einige Studien können keine signifikanten Auswirkungen des Insiderverbots auf die Höhe der Geld/Brief-Spanne feststellen.<sup>296</sup> Eine Studie kommt zu dem Ergebnis, das Insiderhandelsverbot führe zu einem Rückgang des Handelsvolumens, aber nicht der Markttiefe.<sup>297</sup> Eine andere Studie stellt fest, Insiderhandel steigere das Handelsvolumen und damit die Liquidität des Marktes (!).<sup>298</sup>

**135** Andere Studien bestätigen die theoretische Intuition. So ging zB die Verschärfung des Insiderrechts in Neuseeland im Jahre 2002 aufgrund des Securities Market Amendment Act 2002 mit einer erheblichen Reduzierung des *adverse selection component* des *bid/ask-spread* einher.<sup>299</sup> Andere berichten von positiven Korrelationen zwischen der Verbreitung von Insiderhandel und der Höhe der Geld/Brief-Spannen<sup>300</sup> bzw. zwischen der Härte des Insiderrechts und der Marktliquidität<sup>301</sup> sowie von negativen Korrelationen zwischen der Verbreitung von Insiderhandel und der Markttiefe<sup>302</sup> bzw. zwischen der Härte des Insiderrechts und der Höhe der Handelskosten.<sup>303</sup>

**136 dd) Insiderverbot und Eigentümerstruktur.** In ihrer bereits zitierten Studie kommt *Laura Beny* zu dem Ergebnis, dass die Eigentümerstruktur börsennotierter Emittenten umso

<sup>289</sup> *Bhattacharya/Daouk*, 57 J. Fin. 75 (2002).

<sup>290</sup> *Bhattacharya/Daouk*, 57 J. Fin. 75, 104 (2002); Bestätigung bei *Fernandes/Ferreira*, 22 Rev. Fin. Stud. 1845, 1848 (2009) (soweit es um entwickelte Länder geht).

<sup>291</sup> *Brockman/Tresl/Unlu*, 29 J. Corp. Fin. 263 (2014).

<sup>292</sup> *Brockman/Tresl/Unlu*, 29 J. Corp. Fin. 263, 266 (2014).

<sup>293</sup> *Beny*, 32 J. Corp. L. 237 (2007).

<sup>294</sup> *Fernandes/Ferreira*, 22 Rev. Fin. Stud. 1845 (2009).

<sup>295</sup> Etwa *Bhattacharya/Spiegel*, 4 Rev. Fin. Stud. 255 (1991).

<sup>296</sup> *Kini/Mian*, 18 J. Fin. Res. 401 (1995); *Chakravarty/McConnell*, 26 Fin. Mgmt. 18 (Summer 1997); *Fishe/Robe*, 71 J. Fin. Econ. 463 (2004).

<sup>297</sup> *Kabir/Vermaelen*, 40 Eur. Econ. Rev. 1591 (1996) (im Zusammenhang mit der Einführung eines Handelsverbots für Insider an der Amsterdamer Börse im Jahre 1987).

<sup>298</sup> *Cornell/Sirri*, 47 J. Fin. 1031 (1992).

<sup>299</sup> *Frijns/Gilbert/Tourani-Rad*, 31 J. Fin. Res. 225 (2008).

<sup>300</sup> *Chung/Charoenwong*, 33 Fin. Res. 1 (Aug. 1998).

<sup>301</sup> *Beny*, 32 J. Corp. L. 237 (2007).

<sup>302</sup> *Chakravarty/McConnell*, 26 Fin. Mgmt. 18 (Spring 1997); *Fishe/Robe*, 71 J. Fin. Econ. 463 (2004).

<sup>303</sup> *Brennan/Subrahmanyam*, 41 J. Fin. Econ. 441 (1996).