

Buchbesprechungen

Kai Lahmann: Insiderhandel – Ökonomische Analyse eines ordnungspolitischen Dilemmas. Schriften zur wirtschaftswissenschaftlichen Analyse des Rechts, Band 19. Duncker & Humblot, Berlin 1994, 220 S.

Insiderhandel gilt nach einer immer noch weitverbreiteten Ansicht als ein Übel, das bekämpft werden muß. Daher zielt die rechtswissenschaftliche Diskussion seit längerem auf ein möglichst wirksames Verbot jeglichen Insiderhandels. Bei einer solchen Einstellung richtet sich das Interesse dann nur noch auf wirkungsvolle Sanktionen und das Erfassen aller denkbaren Ausweichstrategien von Insidern. Das führt dann zu immer komplizierteren rechtlichen Definitionen von Insidern und Insiderhandel.

Lahmann hat sich von diesen starren Denkstrukturen gelöst und geht das Thema mit einem Verständnis für ökonomische Zusammenhänge an. Sein Interesse gilt der Frage, wie und inwieweit Insiderhandel reguliert werden sollte, damit letztlich die allgemeine Wohlfahrt der Gesellschaft gesteigert werden kann. Hierzu unterteilt der Autor seine Untersuchung in vier Abschnitte. Zunächst legt er die theoretischen Grundlagen für die rechtswissenschaftliche und die ökonomische Betrachtung des Insiderhandels. Im zweiten Teil beleuchtet er die ordnungspolitischen Rahmenbedingungen allgemein für den Kapitalmarkt und konkret für den Wertpapierhandel. Die letzten beiden Teile der Untersuchung diskutieren dann die ökonomischen Wirkungsmechanismen beim Insiderhandel und bei Insiderhandelsregulierungen. Die Arbeit schließt mit einem kurzen Kommentar zur Insiderhandelsrichtlinie der Europäischen Gemeinschaft.

Einleitend verdeutlicht *Lahmann* die unterschiedlichen methodischen Vorgehensweisen und impliziten Wertvorstellungen von Juristen und Ökonomen, die dann zu gänzlich verschiedenen Sichtweisen des Problems Insiderhandel führen. Bereits hier ist offensichtlich, daß eine detaillierte Kenntnis der Wirkungszusammenhänge in den vom Insiderhandel betroffenen Bereichen für eine sinnvolle Beurteilung des Insiderhandels und dessen Regulierung unerläßlich ist. Bei dem eher technischen Problem der definitorischen Abgrenzung des Insiderbegriffs, der relevanten Informationen oder auch der Wertpapiere, auf die sich Regulierungen beziehen sollten, liefert der Autor keine abschließenden Antworten. Das ist aber auch nicht Gegenstand der Untersuchung und im übrigen kaum zu erwarten. Vielmehr zeigt *Lahmann* bei der Diskussion diverser Wirkungszusammenhänge auf, inwiefern Insiderhandel überhaupt ein Problem darstellt. Für diese Diskussion legt er eine breite theoretische Basis. Die rechtswissenschaftlichen Theorien erläutert er anhand der Rechtsdoktrinen in den USA, Deutschland und der Europäischen Gemeinschaft. Bei den ökonomischen Theorien unterscheidet *Lahmann* metrisierende, erklärende und gestaltende Konzepte. Dadurch klassifiziert er nicht nur Theorien aus verschiedensten Bereichen der Ökonomie, wobei eine eindeutige Zuordnung vielleicht nicht immer möglich ist, sondern er verdeutlicht dem Leser auch die unterschiedlichen Stadien beim Herangehen an die Problema-

tik des Insiderhandels. Durch die jeweils knappe Darstellung der einzelnen theoretischen Konzeptionen bewahrt sich der Autor zunächst die Vogelperspektive, die dem Leser eine Betrachtung des Insiderhandels aus verschiedenen Blickrichtungen offenhält. Anschließend dämpft *Lahmann* jedoch allzu hohe Erwartungen des Lesers an Theorie und Empirie, indem er die beiden Bereiche kritisch hinterfragt und auf Grenzen hinweist.

Mit Blick auf die ordnungspolitischen Rahmenbedingungen diskutiert *Lahmann* die Möglichkeiten und Grenzen ordnungspolitischer Regelungen. Dabei geht er über die derzeit in Deutschland gültigen Regulierungen hinaus und bezieht auch Erfahrungen an ausländischen Kapitalmärkten mit deren Insiderregeln und auch die rein theoretische Diskussion in der Literatur mit in die Betrachtung ein. *Lahmann* bezieht seine Untersuchung im wesentlichen auf den Kassa-Aktienmarkt und weist nur am Rande auf den Terminmarkt hin. In Deutschland ist der Terminmarkt an der DTB als anonymer Computerhandel organisiert, der schon wegen der Anonymität für Insider interessant ist (*Hartmut Schmidt, Peter Iversen und Kai Treske*, Parkett oder Computer? in: Zeitschrift für Bankrecht und Bankwirtschaft, 5. Jg. (1993), S. 209 - 221). Dabei gibt es über das unmittelbar einsichtige Ausweichen des Insiderhandels zum Beispiel von einer Aktie zu deren Optionen hinaus auch Strategien, die verschiedene Märkte benutzen. So läßt sich eine Aktie beispielsweise spiegeln, und ein Insider mit einer negativen Information über eine bestimmte Aktie, die im DAX enthalten ist, kann deren Verkauf duplizieren, indem er alle übrigen Aktien des DAX entsprechend ihrer Anteile im DAX über eine risikofreie Finanzierung kauft und den DAX-Future am Terminmarkt verkauft. Das unterstreicht noch einmal die ordnungspolitischen Schwierigkeiten, und daher sind die Ergebnisse der Untersuchung von *Lahmann* besonders wichtig, die grundsätzliche Zweifel an der Wirksamkeit staatlicher Regulierungen aufkommen lassen. Demgegenüber beleuchtet *Lahmann* aber auch ordnungspolitische Ansätze, die nicht speziell auf den Insiderhandel bezogen sind. So stellt er beispielsweise die Bedeutung des Wettbewerbs für die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes heraus (S. 66). Hier bieten sich Ansatzpunkte, den Wettbewerb der Börsen auch als Entdeckungsverfahren für organisatorische Strukturen und Handelsverfahren zu sehen (*Hartmut Schmidt*, Die Rolle der Regionalbörsen am deutschen Kapitalmarkt heute und morgen, in: Kredit und Kapital, 25. Jg. (1992), S. 110 - 134 und S. 233 - 258), die auf effizientem Wege dem Problem Insiderhandel begegnen und damit auch dem Investorenschutz dienen.

Lahmann diskutiert an verschiedenen Stellen der Untersuchung die Informationsverarbeitungsmechanismen in unterschiedlich gestalteten Märkten. Hierbei verdeutlicht er dem Leser, daß es nicht allein Sache des Staates ist, regulierend einzugreifen, sondern auch und wahrscheinlich in erster Linie die Börsen gefordert sind, durch die Gestaltung des Marktes für optimale Bedingungen zu sorgen. Dabei sind sie vermutlich sogar besonders effizient, da sie im Wettbewerb bestehen müssen. Der Wettbewerb mag zunächst von anderen Börsen – national, aber auch international – ausgehen. Darüber hinaus spielt der außerbörsliche Handel im Hinblick auf Schutzmaßnahmen gegen Insiderhandel eine Rolle, und schließlich verspüren Börsen auch eine gewisse Konkurrenz durch alternative Anlage- oder Investitionsmöglichkeiten. Gerade in Deutschland ließen sich bisher relativ wenig Menschen für die Aktienanlage gewinnen. Als weiteren Bereich, in dem Insiderregelungen auch schon aus Wettbewerbsgründen zu erwarten sind,

diskutiert der Autor die einzelnen Unternehmen oder deren Verbände. Dort schlagen sich die Regelungen in vertraglichen Beziehungen nieder. In dem Zusammenhang hätte es sich vielleicht angeboten, auch auf organisatorische Maßnahmen einzugehen, die unter dem Begriff „Compliance“ entwickelt werden (aus Bankensicht *Ulrich Weiss*, Compliance-Funktion in einer deutschen Universalbank, in: *Die Bank*, 1993, S. 136 - 139, und aus rechtswissenschaftlicher Sicht *Heinz-Dieter Assmann*, Das künftige deutsche Insiderrecht, in: *Die Aktiengesellschaft*, 1994, S. 196 - 206 und S. 237 - 258). Auf staatlicher Ebene bezieht sich die Diskussion auf Handelsverbote, Publizitätspflichten und Sanktionen. *Lahmann* bedauert, daß eine internationale Vereinheitlichung von Rechtsvorschriften mit dem Ziel, Regulierungsausweichhandlungen zu verhindern, kaum zu erreichen ist (S. 184); hier wäre zu überlegen, inwiefern auch ein Wettbewerb der Regulatoren zwischen Staaten fruchtbar und deshalb eine Harmonisierung kontraproduktiv sein könnte.

Wichtig für die Diskussion um Insiderhandel ist eine vorurteilsfreie Analyse des Themas. *Lahmann* beschreibt und diskutiert die Wirkungsmechanismen des Insiderhandels aus verschiedensten Blickwinkeln und erläutert dabei auch positive Aspekte des Insiderhandels für die Beziehungen im Unternehmen zwischen Management und Eigentümern, aber auch für den Kapitalmarkt im Hinblick auf Liquidität und Informationseffizienz. Der Autor verdeutlicht auch Wirkungen, die über die *Ceteris-paribus*-Denkweise hinausgehen. So kann beispielsweise ein wirksames Insiderhandelsverbot auf den ersten Blick die Transaktionskosten senken, aber schon durch die Verringerung des Handelsvolumens mögen andere Transaktionskosten, die nicht aus dem Insiderhandel resultieren, steigen. Hier die Nettoeffekte abzuschätzen, mag schwierig sein. Aber sie müssen berücksichtigt werden, wenn man sinnvolle Regulierungsentscheidungen treffen will. Die Arbeit läßt erkennen, daß Bedarf für weitere empirische Untersuchungen des deutschen Kapitalmarktes besteht, denn die Schlußfolgerungen basieren teilweise auf empirischen Erkenntnissen für die USA, deren Übertragbarkeit auf Deutschland erst zu diskutieren wäre.

Weiterhin fällt beim Lesen der Arbeit auf, daß *Lahmann* die Transaktionskosten in direkte und indirekte unterscheidet (S. 79). Das ist schwer nachzuvollziehen; vermutlich orientiert sich die Einteilung daran, ob es sich bei den Kosten um Aufwendungen handelt oder lediglich um kalkulatorische Größen. Was in dem Zusammenhang Kosten für die Wertpapierverwahrung (Depotgebühren) bei den Transaktionskosten zu suchen haben, ist nicht klar (*Hartmut Schmidt*, Wertpapierbörsen, München 1988). Der Begriff Liquidität wird in der Literatur nicht einheitlich verwendet, und der Autor bezieht sich auf die gängige Sichtweise (S. 80). Dabei beschreibt er die Dimension „Breite“ als „Umfang der transaktionskosten-optimalen Ordergröße“; gemeint ist hingegen die Geld-Brief-Spanne bei dieser optimalen Ordergröße (*Lawrence E. Harris*, Liquidity, trading rules, and electronic trading systems, in: *Monograph Series in Finance and Economics*. Hrsg.: New York University Salomon Center. Monograph 1990-4, New York 1990). Diese Geld-Brief-Spanne ist ein zentraler Aspekt der Liquidität und gehört aus Sicht derjenigen Marktteilnehmer, die unlimitierte Aufträge erteilen (nicht nur große Aufträge), zu den Transaktionskosten.

In Fußnote 320 auf Seite 129 sind die griechischen Parameter eines Modells offensichtlich beim Druck verschluckt worden. Der Inhalt bleibt aber dennoch – wenn auch nur mühsam – verständlich. Ansonsten läßt sich das Buch zügig lesen.

Da Insiderhandel gerade bei kleinen Aktien nicht zu vernachlässigen ist, erhält die Untersuchung von *Lahmann* durch das derzeit an einigen Börsen (Bremen, Hamburg) im Aufbau befindliche „vierte Marktsegment“ für mittelständische Unternehmen eine hohe aktuelle Relevanz. *Lahmann* trägt dazu bei, die Diskussion um den Insiderhandel auf eine breite, interdisziplinäre Basis zu stellen. Verfahrenseffizienz und Informationseffizienz fördern die Funktionsfähigkeit der Kapitalmärkte und dienen dem Anlegerschutz. Das führt auch zu niedrigeren Kapitalkosten der Unternehmen und somit insgesamt zu einer Erhöhung der Wohlfahrt.

Kai Treske, Hamburg

Donald E. Fair/Robert Raymond: The Competitiveness of Financial Institutions and Centres in Europe. Kluwer Academic Publishers, Dordrecht/Boston/London 1994, 505 S.

Dieser Band enthält die Sammlung des nunmehr 18. Kolloquiums der *Société Universitaire Européenne de Recherches Financières* (SUERF). Diese Organisation, die 1963 von einer Gruppe von Wissenschaftlern aus Frankreich, Großbritannien, den Niederlanden und Belgien gegründet wurde und mittlerweile Mitglieder aus mehr als 20 Staaten – darunter die USA, Kanada, Japan, Australien, Neuseeland und Südafrika – aufweist, hat sich zum Ziel gesetzt, den Informationsaustausch zwischen Universität und Praxis, zwischen privaten und staatlichen Einrichtungen auf dem Gebiet des Geld-, Bank- und Börsenwesens und der internationalen Finanzmärkte zu fördern. Ein Grundprinzip hierbei ist die Zweisprachigkeit. Konferenzen und Veröffentlichungen sind zum (überwiegenden) Teil in englischer, teils in französischer Sprache.

Die Tagungen dieser Organisation, zu deren Mitgliedern mittlerweile auch 19 Zentralbanken und andere offizielle Institutionen zählen, stehen – auch dank ihres vergleichsweise kleinen, ausgewiesenen Teilnehmerkreises – in dem Ruf besonderer Offenheit in den Gesprächen und großer Ergiebigkeit in den Diskussionen, die nicht selten von den kontroversen Ansichten einzelner Mitglieder mit unterschiedlichem beruflichen Hintergrund profitieren. Einiges davon findet sich auch in den schriftlichen Konferenzbeiträgen wieder.

Das Thema des vorliegenden Bandes wurde unter dem Eindruck gewählt, daß der Wettbewerb zwischen den Finanzzentren und -institutionen in Europa in den vergangenen Jahren durch die Einführung des Binnenmarktes, neue Entwicklungen in Informations- und Telekommunikationstechnologien und verschiedene Deregulierungs- und Reregulierungsprozesse (etwa im Rahmen der internationalen Bankenüberwachung und -risikovorsorge) dramatische Veränderungen erfahren hat. Diese Veränderungen und ihre Implikationen galt es näher zu untersuchen.

Der erste Abschnitt nach den Eröffnungsansprachen enthält eine Art genereller Bestandsaufnahme zu Technologien, Produkten und Märkten. Hier finden sich vier Beiträge aus Großbritannien, Frankreich, Italien und der Schweiz. Daran anschließend stehen die Strategien von Finanzinstituten unter den veränderten Rahmenbedingungen im Mittelpunkt. Das Spektrum reicht dabei von einer Fallstudie aus Österreich, die gemeinsam von Vertretern der Universität Wien und der

Österreichischen Nationalbank erstellt wurde, über so verschiedene Aspekte wie den Wiederaufbau des Geldwesens in Estland bis hin zu einer Studie über „Bridge, Poker and Banking“ aus der Universität Uppsala.

In dem anschließenden Abschnitt dreht sich alles um die internationale Wettbewerbsfähigkeit der Finanzzentren in Europa. Etwas befremdlich wirkt hier ein Beitrag aus der japanischen Zentralbank, und das nicht nur, weil er sich mehr mit den Entwicklungen in Japan als mit der Rolle japanischer Banken in Europa beschäftigt, sondern auch, weil er gerade an den eigentlichen Brennpunkten der aktuellen Diskussion zu diesem Thema – wie etwa der höchst unzureichenden Transparenz des japanischen Finanz- und Währungsgeschehens oder der massiven „Flucht“ ausländischer Investoren aus dem Tokioter Markt – vorbeisteuert. Der letzte Abschnitt befaßt sich schließlich mit Regulierungsfragen. Hier werden unter anderem sowohl allgemeine makroökonomische Aspekte einer zunehmenden Fragilität der Märkte wie auch Einzelfragen zu Liquiditätsrisiken, Einlagenversicherung und Ausfallrisiken bei Währungsderivaten untersucht.

Insgesamt ist dies, wie alle seine Vorgänger, ein sehr heterogener Band. Die Erklärung hierfür liegt in der Konzeption der SUERF, die sich in erster Linie als Forum für ihre so unterschiedlichen Mitglieder versteht. Nur ein Teil der Beiträge wird beispielsweise über einen „Call for Papers“ ausgewählt und das auch erst seit wenigen Jahren. Nichtsdestotrotz werden hier interessante Einblicke vermittelt und ein Eindruck von den unterschiedlichen Positionen und dem Zusammenspiel von Wirtschaft, Politik und Wissenschaft in dem Bereich gegeben.

Beate Reszat, Hamburg