

Will, Matthias Georg; Pies, Ingo

Working Paper

Insiderhandel und die Regulierung der Kapitalmärkte: Ein Beitrag zur MiFID-Debatte

Diskussionspapier, No. 2014-7

Provided in Cooperation with:

Martin Luther University of Halle-Wittenberg, Chair of Economic Ethics

Suggested Citation: Will, Matthias Georg; Pies, Ingo (2014) : Insiderhandel und die Regulierung der Kapitalmärkte: Ein Beitrag zur MiFID-Debatte, Diskussionspapier, No. 2014-7, ISBN 978-3-86829-694-5, Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, Lehrstuhl für Wirtschaftsethik, Halle (Saale), <https://nbn-resolving.de/urn:nbn:de:gbv:3:2-28819>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/170421>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



Matthias Georg Will und Ingo Pies

Insiderhandel und die Regulierung der Kapitalmärkte: Ein Beitrag zur MiFID-Debatte

Diskussionspapier Nr. 2014-7

des Lehrstuhls für Wirtschaftsethik
an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg,
hrsg. von Ingo Pies,
Halle 2014

Haftungsausschluss

Diese Diskussionspapiere schaffen eine Plattform, um Diskurse und Lernen zu fördern. Der Herausgeber teilt daher nicht notwendigerweise die in diesen Diskussionspapieren geäußerten Ideen und Ansichten. Die Autoren selbst sind und bleiben verantwortlich für ihre Aussagen.

ISBN 978-3-86829-693-8 (gedruckte Form)
ISBN 978-3-86829-694-5 (elektronische Form)
ISSN 1861-3594 (Printausgabe)
ISSN 1861-3608 (Internetausgabe)

Autoranschrift

Prof. Dr. Ingo Pies
Matthias Georg Will
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Wirtschaftswissenschaftlicher Bereich
Lehrstuhl für Wirtschaftsethik
Große Steinstraße 73
06108 Halle
Tel.: +49 (0) 345 55-23421
Tel.: +49 (0) 345 55-23387
Email: ingo.pies@wiwi.uni-halle.de
Email: Matthias.Will@wiwi.uni-halle.de

Korrespondenzanschrift

Prof. Dr. Ingo Pies
Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg
Juristische und Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät
Wirtschaftswissenschaftlicher Bereich
Lehrstuhl für Wirtschaftsethik
Große Steinstraße 73
06108 Halle
Tel.: +49 (0) 345 55-23420
Fax: +49 (0) 345 55 27385
Email: ingo.pies@wiwi.uni-halle.de

Kurzfassung

Dieser Beitrag liefert für die aktuelle wissenschaftliche und politische Regulierungsdebatte der Kapitalmärkte drei Argumente: (1) Der Beitrag präsentiert zuerst einen konzeptionellen Ansatz, der zwischen sozial erwünschten und sozial schädlichen Folgen des Insiderhandels differenziert. Insiderhandel führt zu gesellschaftlich unerwünschten Effekten, sofern sich hieraus ein Rent-Seeking-Verhalten von Insidern entwickelt. Kapitalmarktrelevante Informationen haben dann einen Schwarzmarktpreis. (2) Ausgehend von dieser Differenzierung betrachtet dieser Beitrag verschiedene Regulierungsansätze. Es zeigt sich, dass Informations- und Transparenzregeln in Verbindung mit einem strafrechtlichen Verbot des sozial unerwünschten Insiderhandels ergänzt um Whistle-Blowing-Programme ein präventives, wirkungsvolles und verhältnismäßiges Regulierungsregime darstellen. Gegenüber Positionslimits ist dieses Regulierungsregime zur Bekämpfung von Insiderhandel vorzuziehen. (3) Abschließend entwickelt der Beitrag konkrete Implikationen für die aktuelle europäische Regulierungsdebatte der Kapitalmärkte. Gegenüber den USA gibt es hier einen Nachholbedarf.

Schlagwörter: Insiderhandel, Whistle Blowing, Positionslimits, Regulierung, Kapitalmärkte, MiFID, Rent Seeking, Schwarzmarktpreise

JEL-Klassifikation: G14, G28, L51

Abstract

This paper develops three arguments for the current academic and political debate on an appropriate regulation of capital markets. (1) To begin with, the paper highlights a conceptual approach to differentiate between socially desirable and undesirable behavior of insider trading. Such trading has socially undesirable effects if it causes rent-seeking behavior of insiders. As a consequence, relevant information will have a black market price. (2) We apply this differentiation to different approaches of capital market regulation. As we will show, a preventive, effective and proportional regulation consists of information and transparency rules in combination with a ban of socially undesirable trading, complemented by whistle blowing. Compared to position limits, such a framework of regulation has socially desirable advantages. (3) Finally, we highlight implications for the current debate about the regulation of European capital markets. In comparison with the USA, the EU still has a backlog and needs to catch up.

Key Words: Insider Trade, Whistle Blowing, Position Limits, Regulation, Capital Markets, MiFID, Rent Seeking, Black Market Prices

JEL Classification: G14, G28, L51

Insiderhandel und die Regulierung der Kapitalmärkte: Ein Beitrag zur MiFID-Debatte

Matthias Georg Will und Ingo Pies*

Zurzeit gibt es eine umfangreiche zivilgesellschaftliche wie auch politische Debatte über die Regulierung der Finanzmärkte. In diesem Zusammenhang wird auf europäischer Ebene über die Finanzmarktrichtlinie (Markets in Financial Instruments Directive – MiFID) beraten. Ein Teil dieser Debatte beschäftigt sich mit der Erforderlichkeit von Positionslimits, um die sozial schädlichen Folgen von Marktmacht bzw. Marktmanipulation zu verringern. Auf der anderen Seite sieht der Entwurf der Richtlinie vor, verstärkt gegen Insiderhandel vorzugehen.¹ Als konkrete Maßnahme werden Whistle-Blowing-Programme vorgeschlagen.

Innerhalb der Ökonomik wird seit langer Zeit kontrovers diskutiert, inwieweit Insiderhandel sozialförderlich oder sozialschädlich ist. Zugunsten des Insiderhandels wurde das Argument ins Feld geführt, dass Investoren einen Anreiz erhalten, private Informationen auf eigene Kosten zu sammeln. Systematisch würden hierdurch die an den Märkten verfügbaren Informationen steigen.² Als Konsequenz, so die Argumentation, verbessert sich die Informationseffizienz des Marktes, und der Preisbildungsprozess offenbart den „wahren“ Wert einer Anlage.³ Darüber hinaus – so die Befürworter des Insiderhandels – setzt der Insiderhandel von Führungskräften wohlfahrtsförderliche Anreize, Werte zu schaffen, anstatt durch schlechtes Management Verluste zu generieren.⁴ Des Weiteren wird dargelegt, dass die negativen Begleitfolgen der Regulierung wohlfahrtsschädlicher sind als die negativen Folgen des Insiderhandels – Staatsversagen wiege hier schwerer als Marktversagen.⁵

Gegen den Insiderhandel wird innerhalb der Fachliteratur angeführt, dass Insiderhandel Investoren prinzipiell davon abschreckt, marktrelevante Informationen zu sammeln.⁶ Ein zentrales Argument der Gegner von Insiderhandel lautet wie folgt: Erwarten die einzelnen Anleger einen Insiderhandel ihrer Konkurrenten, lohnt es sich für sie nicht, den Aufwand einer eigenen Informationsbeschaffung auf sich zu nehmen. Der Kapitalmarkt wird durch Insiderhandel gerade nicht informationseffizient, sondern verliert diese Funktion. Ein weiterer Punkt, der gegen Insiderhandel angeführt wird, sind Verzögerungen bei der Einpreisung marktrelevanter Informationen.⁷ Dies würde ebenfalls die Informationseffizienz verringern. Insiderhandel kann darüber hinaus – wie die Gegner des Insiderhandels argumentieren – zu Fehlanreizen für Manager führen. Anstatt Werte zu schaffen, bekommen Manager einen systematischen Anreiz, Werte zu vernichten, indem sie beständig gegen ihr Unternehmen spekulieren.⁸ Zusätzlich besteht die Gefahr, dass durch den Insiderhandel die Reputation einzelner Investoren bzw. Unternehmen leidet⁹ oder

* Die Autoren erklären, dass keine Interessenkonflikte vorliegen. Die Studie wurde aus universitätsinternen Eigenmitteln finanziert.

¹ Vgl. Europäische Kommission (2011, S. 13).

² Vgl. Carlton und Fischel (1982; S. 866-868).

³ Vgl. Bainridge (2000; S. 5-7).

⁴ Vgl. Bainridge (2000; S. 7-8), Carlton und Fischel (1982; S. 869-872).

⁵ Vgl. Bainridge (2000; S. 9-11), Haddock und Macey (1987; S. 338-339).

⁶ Vgl. Bainridge (2000; S. 11-12), Fishman und Hagerty (1992), Carlton und Fischel (1982; S. 880-882).

⁷ Vgl. Carlton und Fischel (1982; S. 879), Bainridge (2000; S. 13-14).

⁸ Vgl. Carlton und Fischel (1982; S. 876-878), Bainridge (2000; S. 14-16).

⁹ Vgl. Bainridge (2000; S. 16-17).

Anleger ihr Vertrauen in den Kapitalmarkt verlieren.¹⁰ Darüber hinaus wird argumentiert, dass beispielsweise Unternehmensinsider die Eigentumsrechte der Unternehmen an unternehmensbezogenen Informationen verletzen.¹¹

Ähnlich kontrovers sind auch die empirischen Studien zu den sozialen Folgen des Insiderhandels. Während einige Studien sich für eine Regulierung aussprechen,¹² überwiegen in anderen Studien die sozial erwünschten Folgen des Insiderhandels.¹³

In der ökonomischen Debatte ist auffällig, dass die gleichen Argumente (z. B. Informationseffizienz, Anreize für Manager) sowohl für die Rechtfertigung des Insiderhandels als auch für Verbotsforderungen verwendet werden. Dies deutet auf ein konzeptionelles Problem innerhalb der ökonomischen Literatur hin: In welchem Kontext ist Insiderhandel sozial förderlich, und wann ist er sozial schädlich? Oder anders gefragt: Was ist das entscheidende Differenzierungsmerkmal zwischen einem sozial förderlichen und einem sozial schädlichen Insiderhandel, und welche ordnungspolitischen Weichenstellungen sind geeignet, einen gemeinwohlförderlichen Insiderhandel zu ermutigen und spiegelbildlich die gemeinwohlschädlichen Formen des Insiderhandels mittels Ordnungspolitik zu verhindern?

Die Argumentation zur Beantwortung dieser Fragen wird in drei Schritten aufgebaut: (1) Der erste Teil zeigt, wie sich ein sozial förderlicher von einem sozial schädlichen Insiderhandel unterscheiden lässt. (2) Der zweite Teil illustriert, welche Regulierungsmaßnahmen geeignet sind, sozial schädlichen Insiderhandel präventiv zu bekämpfen, und welche Regulierungsmaßnahmen stattdessen eher folgenlos sind bzw. sozial erwünschtes Marktverhalt sogar einschränken. (3) Abschließend entwickelt dieser Beitrag konkrete Implikationen für die aktuelle europäische Regulierungsdebatte. Gegenüber den USA gibt es hier einen Nachholbedarf.

1. Die Wohlfahrtseffekte durch Insiderhandel

Inwieweit Insiderhandel die Funktionsweise des Marktes unterminiert und zu sozial negativen Effekten führt, ist in der Ökonomik umstritten.¹⁴ Entsprechend polarisierend sind die Empfehlungen der Disziplin zu der Frage, inwieweit Insiderhandel reguliert bzw. verboten werden sollte. Der folgende Abschnitt führt ein Differenzierungskriterium ein, wann Insiderhandel (1) zu sozial erwünschten First-Mover-Vorteilen führt und wann Insiderhandel stattdessen (2) die eigentlich wohlfahrtsförderlichen First-Mover-Vorteile pervertiert und deshalb sozial schädliche Effekte hat.

(1) *Sozial erwünschte First-Mover-Vorteile*: Gegner eines Verbotes des Insiderhandels begründen ihre Kritik im Wesentlichen mit der folgenden Argumentationskette:¹⁵ (a) Damit Kapitalmärkte informationseffizient funktionieren, benötigen die Marktteilnehmer marktrelevante Informationen. (b) Allerdings sind mit der Informationsbeschaffung häufig private Kosten verbunden. (c) Marktteilnehmer beschaffen demzufolge kostenintensive Informationen nur, wenn sie an den Märkten für diese privaten Kosten kompensiert werden. (d) Insbesondere der Insiderhandel generiert – so die Befürworter – einen Anreiz,

¹⁰ Vgl. Bainridge (2000; S. 13).

¹¹ Vgl. Macey (1991; S. 67).

¹² Vgl. Lee et al. (2011; S. 24-25), Brochet (2010; S. 445), Beny (2006).

¹³ Vgl. Lakonishok und Lee (2001), Meulbroek (1992; S. 1696-1697).

¹⁴ Für eine neuere Formalanalyse vgl. Buffa (2003). Für eine empirische Analyse vgl. Meulbroek (1992).

¹⁵ Für einen Literaturüberblick vgl. Schiller (2010; S. 17-18).

der die Beschaffung von marktrelevanten Informationen belohnt. Durch ihr Insiderwissen können Insider bestimmte Entwicklungen gegenüber anderen Marktteilnehmern frühzeitig antizipieren. Dieser First-Mover-Vorteil belohnt die kostenintensive Informationsbeschaffung in Form von Erträgen. (e) Ab dem Zeitpunkt, ab dem die Insider versuchen, ihren First-Mover-Vorteil zu realisieren, wird deren exklusives Wissen für die anderen Marktteilnehmer ersichtlich. Jene können das Verhalten der Insider beobachten und so auf deren exklusive Informationen schließen. Die ursprünglich private Information wird hierdurch zu einem öffentlichen Gut. (f) Der Markt wird informationseffizient, da die Informationen nun allen Marktteilnehmern zur Verfügung stehen bzw. bereits eingepreist sind. Zusammenfassend besteht ohne den Insiderhandel die Gefahr – so die Befürworter des Insiderhandels –, dass Kapitalmärkte nicht informationseffizient werden, wodurch Wohlfahrtsverluste entstehen.¹⁶ Die Erträge für die Insider sind dieser Argumentation zufolge sozial erwünscht, weil sie dazu beitragen, das gesellschaftliche Interesse an informationseffizienten Kapitalmärkten zu fördern.

Abbildung 1 veranschaulicht diese Argumentation und illustriert darüber hinaus die intendierten wie auch nicht-intendierten Folgen intentionaler Informationsbeschaffung: Die intendierten Erträge der Investoren sind ein funktionaler Anreiz, um im gesellschaftlichen Interesse private Informationen als ein öffentliches Gut bereitzustellen (nicht-intendierter Effekt).

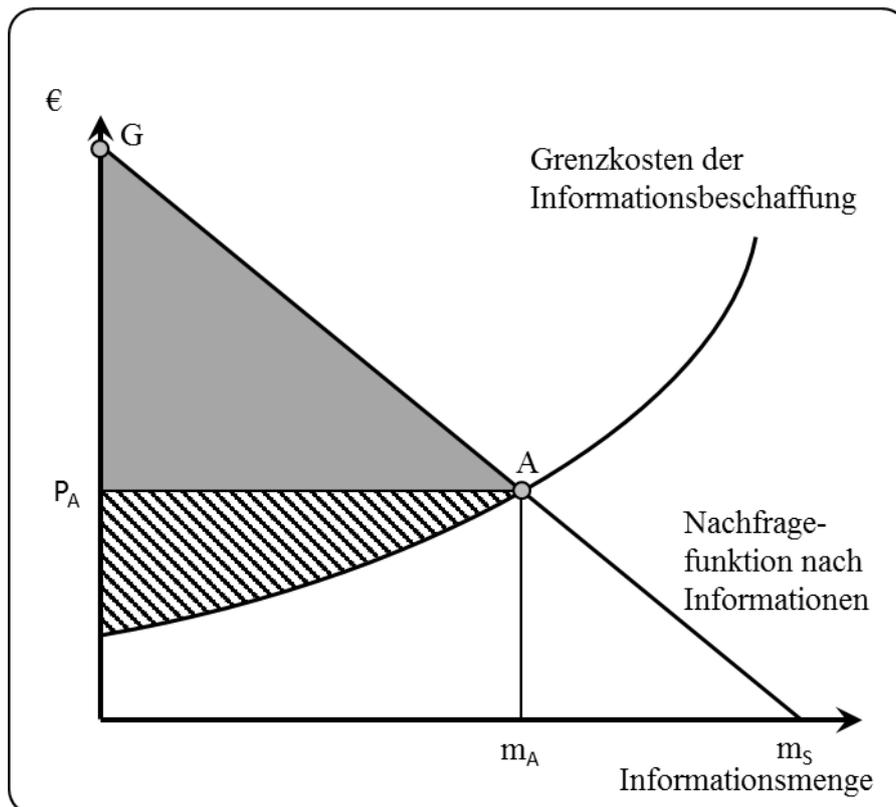


Abbildung 1: Erträge und Informationsbeschaffung auf den Kapitalmärkten¹⁷

¹⁶ Zur Bedeutung von informationseffizienten Kapitalmärkten für die Kapitalallokation vgl. Fama (1970; S. 383), Fama und Miller (1972; S. 3, 16).

¹⁷ Eigene Abbildung.

Die Nachfragefunktion beschreibt die Nachfrage nach preisrelevanten Informationen an den Kapitalmärkten. Die Bereitstellung wichtiger Informationen wird vom Markt mit Erträgen belohnt. Diese entsprechen dem First-Mover-Vorteil, wenn Investoren marktrelevante Informationen beschaffen und hierdurch die ersten sind, die eine bestimmte Entwicklung frühzeitig antizipieren können. Mit dem Realisieren der Erträge werden diese privaten Informationen des Investors allerdings öffentlich. Die anderen Marktteilnehmer können das Anlageverhalten einzelner Investoren beobachten und so auf deren Informationen schließen. Mit zunehmender Verfügbarkeit an Informationen sinken die Erträge. Der Markt wird gleichzeitig effizienter.

Die Grenzkostenkurve in Abbildung 1 illustriert, welcher Aufwand anfällt, wenn ein Investor zusätzliche Informationen beschafft. Angenommen wird, dass mit zunehmender Informationsmenge die Grenzkosten der Informationsbeschaffung ansteigen. Informationseffizient ist der Kapitalmarkt im Schnittpunkt A zwischen der Nachfragefunktion und der Grenzkostenkurve. Eine zusätzliche Informationsbeschaffung über den Punkt m_A hinaus ist für den Investor nicht anreizkompatibel, denn die Kosten zusätzlicher Informationen sind höher als der Grenzertrag P_A , mit dem der Markt eine zusätzlich Informationsbeschaffung belohnt. Aufgrund der Beschaffungskosten sind im informationseffizienten Schnittpunkt A nicht alle marktrelevanten Informationen im Kapitalmarkt eingepreist. Der Markt ist nichtsdestotrotz effizient: Die Zahlungsbereitschaft der Marktteilnehmer für zusätzliche Informationen ist geringer als die hierfür anfallenden Kosten. Infolgedessen wird die Sättigungsmenge m_s nicht bereitgestellt.

Abbildung 1 veranschaulicht auch, weshalb Insiderhandel im gesellschaftlichen Interesse sein kann: Würden Investoren für ihre kostspielige Informationsbeschaffung nicht durch Erträge belohnt werden, hätten sie keinen Anreiz, Informationen öffentlich bereit zu stellen. Folglich würde der Nachfrage nach marktrelevanten Informationen kein Angebot gegenüberstehen. Das Marktgleichgewicht wäre im Schnittpunkt der Preisabsatzfunktion mit der Ordinate. Gegenüber diesem Punkt G führt der Schnittpunkt A bei sozial erwünschtem Insiderhandel zu folgendem Wohlfahrtseffekt: Die graue Fläche unterhalb der Preisabsatzfunktion bis zur horizontalen Linie, die durch den Punkt A geht, ist der Wohlfahrtzugewinn für die Marktteilnehmer. Die schraffierte Fläche zwischen dieser Linie und der Grenzkostenfunktion der Informationsbeschaffung veranschaulicht die Gewinne, die für die informationssammelnden Investoren anfallen.

Gerade in einer komplexen Umwelt kommt den informationsbeschaffenden Investoren folglich eine wichtige Funktion zu. Sie können frühzeitig einschätzen, inwieweit beispielsweise einzelne Geschäftsmodelle langfristig rentabel sind, wie sich gesellschaftliche Trends auf die Wirtschaftlichkeit einzelner Unternehmen auswirken oder wie Innovationen neue Geschäftsmodelle schaffen und andere Wertschöpfungsprozesse dafür unrentabel machen. Darüber hinaus geht mit der Informationsbeschaffung eine das Management disziplinierende Wirkung einher. Investoren beurteilen die Leistungen der Führungskräfte ständig im Vergleich zu anderen Unternehmen. Hierdurch werden die verantwortlichen Manager dauerhaft produktivitätssteigernden Anreizen ausgesetzt.¹⁸

(2) *Sozial unerwünschter Insiderhandel*: Allerdings kann das intendierte Verhalten der Investoren, First-Mover-Vorteile zu realisieren, als eine nicht-intendierte Folge dazu bei-

¹⁸ Vgl. Jensen und Meckling (1976), Jensen und Murphy (1990), Miller (1992; 168-175).

tragen, einen ruinösen Rent-Seeking-Wettbewerb zu etablieren, der zu einem systematischen Marktversagen führt.¹⁹ Die nicht-intendierten Folgen des intentionalen Investorenverhaltens sind dann nicht sozial förderlich, sondern sozial schädlich. Der Auslöser und die Folgen des Rent-Seeking-Verhaltens werden nun illustriert.

Rufen wir uns die obige Argumentationskette der Befürworter des Insiderhandels in Erinnerung: Das zentrale Argument für den Insiderhandel ist, dass mit der Informationsbeschaffung private Kosten verbunden sind. Die Erträge sind deshalb erforderlich, damit Investoren wichtige Informationen sammeln, wobei diese durch ihr Anlageverhalten öffentlich werden. Das Zusammenspiel aus dem Zugang zu exklusiven Informationen und den hierdurch möglichen Erträgen bleibt auch anderen Marktteilnehmern nicht verborgen – schließlich ist dies der funktionale Anreiz, damit sich Investoren auf die kostspielige Beschaffung von Informationen einlassen. Insbesondere Unternehmensinsider (wie z. B. verantwortliche Manager, Buchhalter, Controller, Steuerberater, Wirtschaftsprüfer, etc.) erkennen, welche Bedeutung exklusive Unternehmensinformationen für die Akteure auf den Kapitalmärkten haben.²⁰ Da sich die Investoren in einem Wettbewerb um exklusive Informationen befinden, entsteht nun ein Anreiz für Unternehmensinsider, ihre marktrelevanten Informationen an einzelne Investoren exklusiv zu „verkaufen“ (bzw. sich von diesen korrumpieren zu lassen). Aufgrund des Wettbewerbs der Investoren um Erträge einerseits und um einen möglichst exklusiven Zugang zu marktrelevanten Informationen der Unternehmensinsider andererseits können die Unternehmensinsider auch einen Schwarzmarktpreis für die Bereitstellung von Informationen durchsetzen. Für die Investoren handelt es sich bei diesem Schwarzmarktpreis um einen Aufschlag auf die Kosten der Informationsbeschaffung.

Die hieraus resultierenden Effekte für den Kapitalmarkt illustriert Abbildung 2. Die Strecke AB bestimmt den Schwarzmarktpreis, den Unternehmensinsider für ihre exklusiven Informationen verlangen können. Dieser Aufschlag führt zu einer Verschiebung von PGK_1 zu PGK_2 . Im Punkt B handelt es sich allerdings um kein stabiles Gleichgewicht. In diesem Punkt reichen die Erträge der Investoren nicht aus, um ihre Kosten zu decken. Infolgedessen werden sich die Investoren einen Punkt auf der Nachfragefunktion suchen, der ihrer neuen Kostenstruktur entspricht. Die Investoren verknappen die angebotene Informationsmenge, bis die Zahlungsbereitschaft der Marktteilnehmer die nun höheren Kosten deckt. Es kommt zur Bewegung von B nach C auf der neuen Grenzkostenfunktion. Im entstehenden Gleichgewicht C ist die angebotene Menge an marktrelevanten Informationen im Vergleich zum Ausgangsgleichgewicht A geringer ($m_C < m_A$). Gleichzeitig sind die Erträge höher.

Welche Wohlfahrtseffekte hat die Veränderung des Gleichgewichtes vom Punkt A zum Punkt C?²¹

(a) Die schraffierten Flächen entsprechen einer Umverteilung von den Marktteilnehmern und den Investoren zu den Insidern. Dieser Effekt teilt sich wie folgt auf: Die horizontal schraffierte Fläche illustriert die Umverteilung von den Investoren zu den Insidern. Die vertikal schraffierte Fläche illustriert die Umverteilung von den Marktteilnehmern zu den Insidern.

¹⁹ Vgl. Tullock (1990).

²⁰ Vgl. Carlton und Fischel (1982; S. 876-878), Bainridge (2000; S. 14-17).

²¹ Vgl. Tullock (1990; S. 197-198)

(b) Die graue Fläche in Abbildung 2 veranschaulicht einen gesellschaftlichen Wohlfahrtsverlust infolge der Schwarzmarktpreise für marktrelevante Informationen. Im Gegensatz zur schraffierten Fläche handelt es sich hier nicht um eine Umverteilung. Die künstliche Verknappung des Informationsangebotes infolge der höheren Kosten bei der Informationsbeschaffung lässt sich in zwei interdependente Effekte zerlegen: den Preiseffekt, der veranschaulicht, dass die Erträge pro Informationseinheit steigen, und den Mengeneffekt, der den preisbedingten Nachfragerückgang nach Informationen illustriert. Bei normalen Gütern, wie in diesem Beispiel, überwiegt der Mengeneffekt den Preiseffekt. Die höheren Erträge können die geringere Zahl an veröffentlichten Informationen nicht ausgleichen. Infolgedessen verringert sich die Wohlfahrt.

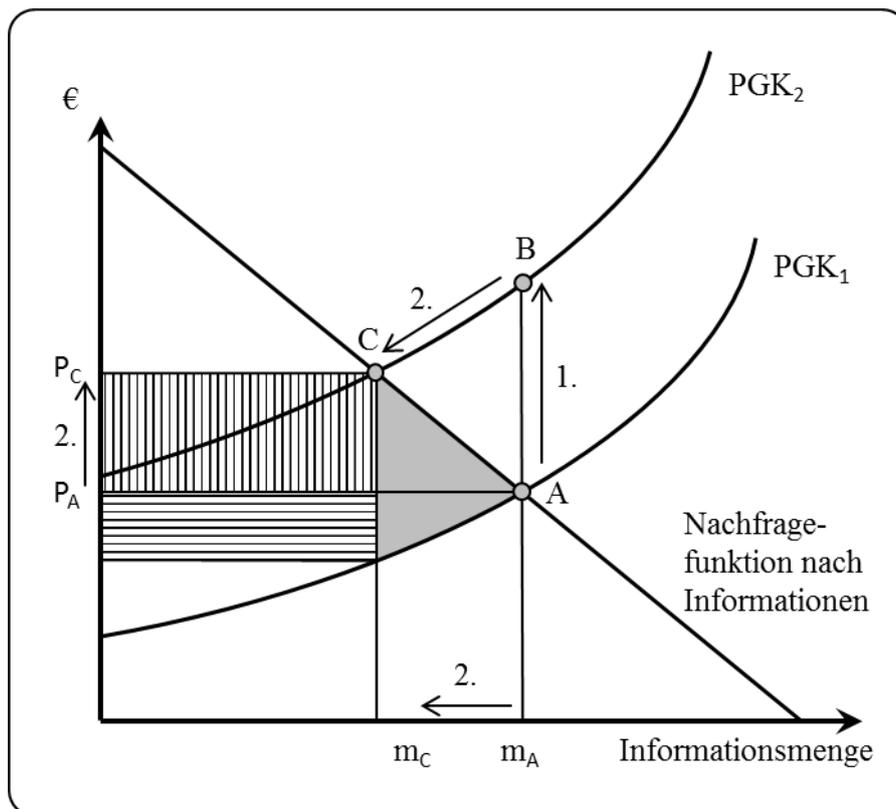


Abbildung 2: Negative Wohlfahrtseffekte an den Kapitalmärkten, wenn Insider Schwarzmarktpreise durchsetzen²²

(c) Tullock (1990; S. 198) macht auf einen weiteren Wohlfahrtseffekt aufmerksam, der auf den ersten Blick wie ein reiner Umverteilungseffekt wirkt, tatsächlich aber ein Nettowohlfahrtsverlust ist. Die schraffierten Flächen entsprechen in einem Ein-Perioden-Spiel der Umverteilung von den Investoren und Marktteilnehmern zu den Unternehmensinsidern, welche ihr exklusives Wissen nur gegen eine Vergütung offenbaren. In einer dynamischen Betrachtung kann aus diesem reinen Umverteilungseffekt ein zusätzlicher Nettowohlfahrtsverlust werden. Die Ursache hierfür sind Rent-Seeking-Wettbewerbe. Aufgrund der Verdienstaussichten für Unternehmensinsider können beispielsweise ruinöse Wettbewerbe auf den Arbeitsmärkten für Insider entstehen, weil die Verdienstaussichten so hoch sind. Ein Beispiel können künstliche Zugangsbarrieren sein: Die Ausbildungs-

²² Eigene Abbildung in Anlehnung an Tullock (1990; S. 197).

standards werden unverhältnismäßig angehoben, um die Zahl der Konkurrenten zu reduzieren. Auch schlechte Arbeitsbedingungen oder gezieltes Mobbing können aus diesem ruinösen Wettbewerb folgen. An diesen Beispielen wird deutlich, dass die monetären wie auch nicht-monetären Kosten für all diejenigen ansteigen, die eine Stelle als Unternehmensinsider anstreben.

Aufgrund dieser Kosten ist anzunehmen, dass es sich bei den schraffierten Flächen nicht um eine reine Umverteilung handelt, sondern dass diese Flächen (zumindest teilweise) einen weiteren Nettowohlfahrtsverlust illustrieren. Anstatt dass die Insider ihrem Kerngeschäft nachgehen, erhöhen sie die Kosten der Informationsbeschaffung und schaffen als eine nicht-intendierte Folge einen ruinösen Wettbewerb um die eigene Position. Die für die Insider anfallenden Kosten, die Konkurrenten abzuhalten, genauso wie die Kosten der Konkurrenten, Insider zu werden, sind allerdings Kosten, die keinen sozialförderlichen Effekt haben: Neue Werte werden nicht geschaffen, sondern Insider und potentielle Insider versuchen in einem ruinösen Wettbewerb, die Zugangsbarrieren möglichst hoch zu halten, bzw. die künstlich hohen Barrieren durch hohen Mitteleinsatz zu überwinden. Stattdessen könnten die hier verbrauchten Ressourcen bei einer alternativen Verwendung sozialförderlich eingesetzt werden (z. B. wenn sich Insider auf ihr Kerngeschäft konzentrieren, anstatt exklusive Informationen künstlich zu bepreisen).

(d) Tullock (1990; S. 201-205) weist noch auf einen weiteren wohlfahrtschädlichen Effekt hin. Hier handelt es sich um ein weiteres dynamisches Argument, das zusätzliche sozialschädliche Folgen des Insiderhandels ins Blickfeld rückt. Etabliert sich ein ruinöser Wettbewerbsprozess, bei dem Insider systematisch darauf abzielen, ihre exklusiven Informationen zu bepreisen, kann dies einen Effekt auf die Grenzkostenfunktion der Informationsbeschaffung von Investoren haben, der über den in Abbildung 2 eingezeichneten Effekt hinausgeht. In einem Kapitalmarkt, in dem Investoren um die exklusiven Informationen von Insidern konkurrieren, bestehen starke Anreize, systematisch zu wenig in die Informationsauswertung zu investieren. Hierfür lassen sich insbesondere zwei Gründe nennen: Für die Schwarzmarktpreise der Insider sind einerseits dauerhaft knappe Ressourcen gebunden. Andererseits besteht die Gefahr, dass sich Investitionen in die Informationsauswertung nicht rentieren.²³ Ein Wettbewerb um den Zugang zu Insidern belohnt unmittelbar „Innovationen“ für die Interaktionen zwischen Insidern und Investoren, nicht aber Innovationen in die Auswertung von (öffentlich zugänglichen) Informationen (z. B. umfangreiche Branchenanalysen, ökonometrische Modelle zur Vorhersage von Kursentwicklungen, etc.). Der entscheidende Wettbewerbsvorteil ist die Interaktion mit Insidern. Sofern dieses Rent-Seeking-Verhalten existiert, wofür einige Hinweise in der Literatur sprechen,²⁴ sind die in Abbildung 2 illustrierten negativen Wohlfahrtseffekte noch größer, denn die Grenzkostenfunktion liegt aufgrund der systematischen Fehlinvestitionen weiter oben, als sie müsste.

(3) *Zwischenfazit*: Gesellschaftlich unerwünscht sind keinesfalls die Erträge des Insiderhandels, welche Investoren durch ihre Informationsbeschaffung realisieren können. Dies sind sozial erwünschte First-Mover-Vorteile, die zu einem informationseffizienten Kapitalmarkt beitragen. Sozial schädlich wird Insiderhandel erst dann, wenn er ein Rent-Seeking-Verhalten auslöst. Hieraus können wohlfahrtsschädliche Schwarzmarktpreise resultieren. Die gesellschaftlichen Folgen des sozial unerwünschten Insiderhandels zei-

²³ Vgl. Bainbridge (2000; S. 11-12), Fishman und Hagerty (1992), Carlton und Fischel (1982; S. 880-882).

²⁴ Vgl. Bainbridge (2000; S. 11-12), Fishman und Hagerty (1992), Carlton und Fischel (1982; S. 880-882).

gen aber auch, dass eine Regulierung für den Markt möglich ist. Gerade auch die Investoren und Insider haben ein starkes Eigeninteresse an einem Kapitalmarkt, der sie nicht systematisch zu einem ruinösen Rent-Seeking-Verhalten zwingt, das zu hohen individuellen Kosten für Investoren wie auch Insidern zwingt. In diesem ruinösen Wettbewerb besteht darüber hinaus eine ernstzunehmende Gefahr, dass die Marktteilnehmer dem Kapitalmarkt das Vertrauen entziehen und so die Geschäftsmodelle der Investoren und Unternehmensinsider zerstören. Hier gilt es im individuellen und gesellschaftlichen Interesse, durch bessere Spielregeln gegenzusteuern.

2. Ordnungspolitik für die Märkte: Die Verhinderung sozial unerwünschten Insiderhandels

In diesem Abschnitt werden vier verschiedene Regulierungsansätze mit ihren jeweiligen Stärken und Schwächen vorgestellt. Wie sich zeigen wird, ist aus ordnungspolitischer Perspektive eine Governance-Struktur optimal, die Veröffentlichungspflichten mit einer strafrechtlichen Bewehrung des sozial schädlichen Insiderhandels sowie mit Whistle-Blowing-Programmen verbindet.

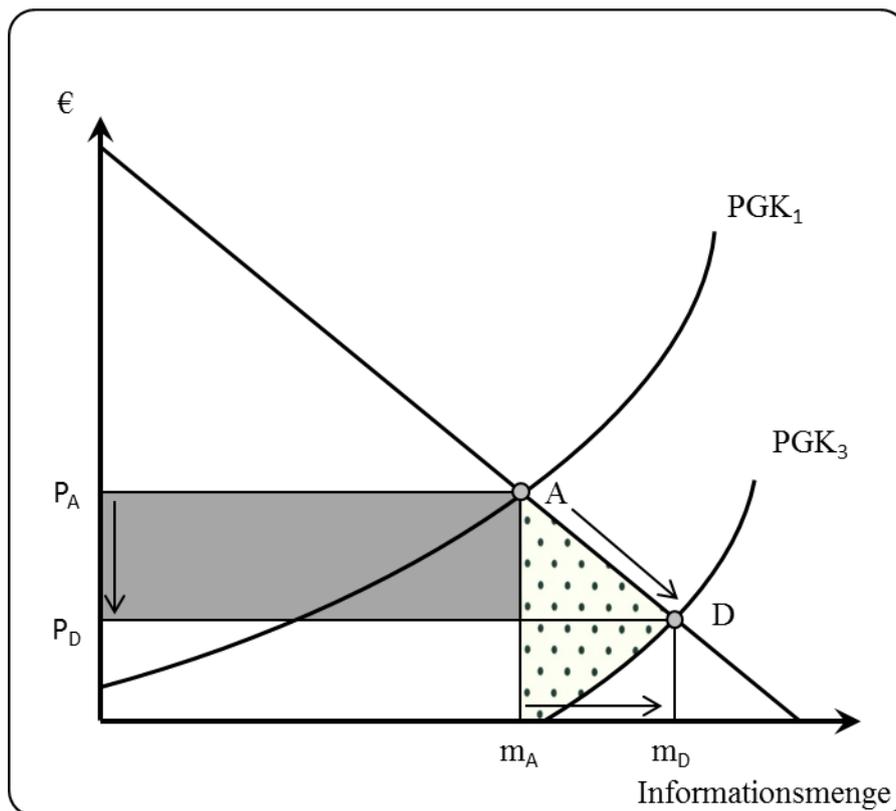


Abbildung 3: Positive Wohlfahrtseffekte durch Informations- und Transparenzregeln ²⁵

(1) *Verteilung der Eigentumsrechte*: Der erste Ansatz, um die Informationseffizienz der Kapitalmärkte zu erhöhen, ist eine Umverteilung der Eigentumsrechte an marktrelevanten Informationen. Der Grundgedanke geht auf die Wohlfahrtsanalyse von Coase (1960) zurück. In einer Welt mit Transaktionskosten macht es für die soziale Wohlfahrt einen

²⁵ Eigene Abbildung.

signifikanten Unterschied, wem die Anfangsausstattung an Eigentumsrechten zugeteilt wird. Wie dieser Abschnitt zeigen wird, spielt die Verteilung der Eigentumsrechte an Informationen eine wichtige Rolle zur Erhöhung der Informationseffizienz. Allerdings bestehen weiterhin Anreize für ein sozial schädliches Rent-Seeking-Verhalten. Aus wohlfahrtstheoretischer Perspektive sind Informations- und Transparenzregeln deshalb alleine nicht ausreichend.

Die Frage, welche marktrelevanten Informationen grundsätzlich privat und welche öffentlich sein sollen, ist auf den ersten Blick kontra-intuitiv – wahrscheinlich, weil wir als Gesellschaft bereits eine umfangreiche Kollektivierung von marktrelevanten Informationen durch gesetzliche Rechtssetzung und gerichtliche Rechtsprechung bzw. durch private Normgebung durchgeführt haben und wir diese wohlfahrtsförderlichen Effekte infolgedessen gar nicht mehr explizit wahrnehmen. Dieser Wohlfahrtseffekt lässt sich beispielhaft an der Pflicht von börsennotierten Unternehmen illustrieren, elementare Fundamentaldaten ihres Geschäftsmodells quartalsweise zu veröffentlichen (Abbildung 3).²⁶ Zu Illustrationszwecken wird angenommen, dass sich zunächst ein Gleichgewicht einstellt, ohne dass ein Rent-Seeking-Verhalten entsteht.

Die Veröffentlichungspflicht führt zu den folgenden beiden Wohlfahrtseffekten: (a) Die graue Fläche ist ein reiner Umverteilungseffekt von den Investoren zu den Marktteilnehmern auf den Kapitalmärkten. Dadurch, dass ein großer Teil der marktrelevanten Informationen öffentlich ist, fällt für diese Informationen keine kostenintensive Informationsbeschaffung an. Hiervon haben die Marktteilnehmer einen Vorteil. (b) Der zweite Effekt ist kein Umverteilungseffekt, sondern ein positiver Nettowohlfahrtseffekt. Durch die Verschiebung der Grenzkostenkurve von PGK_1 zu PGK_3 infolge der Veröffentlichungspflichten werden nun Informationen bereitgestellt, deren Bereitstellung zuvor zu kostenintensiv war. Hierdurch ergibt sich ein positiver Effekt für die Nachfrager nach marktrelevanten Informationen (die dick gepunktete Fläche oberhalb der horizontalen Linie durch den Punkt D) und für die First Mover (die dick gepunktete Fläche unterhalb der horizontalen Linie durch den Punkt D). Zusammenfassend ergibt sich durch die Verschiebung der Grenzkostenkurve das neue Gleichgewicht D. Im Vergleich zum Punkt A sind die Erträge für First Mover geringer, gleichzeitig ist aber auch die verfügbare Menge an Informationen größer. Der Markt wird informationseffizienter.

Allerdings kann es trotz der Veröffentlichungspflichten zu einem Rent-Seeking-Verhalten von Insidern kommen (Abbildung 4). Schließlich haben sie weiterhin einen Anreiz, Schwarzmarktpreise für marktrelevante Informationen zu verlangen: Die Berichtspflicht ist zum Beispiel unvollständig, und nicht alle marktrelevanten Daten müssen veröffentlicht werden. Darüber hinaus kennen die Insider die veröffentlichungspflichtigen Informationen, welche „kosmetisch“ aufbereitet wurden, oder sie liefern exklusiv Informationen vor den Berichtszeitpunkten. Durch die Schwarzmarktpreise ergibt sich nun ein Kostenaufschlag bei der Informationsbeschaffung, weswegen sich die Grenzkostenkurve der Investoren ähnlich wie in Abbildung 2 von PGK_3 zu PGK_4 nach oben verschiebt.²⁷

Dies hat zur Konsequenz, dass der durch die Veröffentlichungspflicht erzielte Wohlfahrtsgewinn geschmälert wird. Die Informationsmenge sinkt von m_D auf m_F . Dies führt zu einer Wohlfahrtseinbuße in Höhe der grauen Fläche, während sich der Umverteilungsgewinn

²⁶ So z. B. die §§ 65 und 66 der Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse (2010).

²⁷ In Abbildung 4 entspricht die Höhe der Vertikalverschiebung aufgrund von Ceteris-Paribus-Überlegungen der Höhe der Verschiebung in Abbildung 2.

die Einleitung eines Verfahrens zu finden. Es versteht sich von selbst, dass die Täter und ihre (korrumpierten) Komplizen seitens der Unternehmen und Investoren kein Interesse haben, die Straftat bekanntzugeben. Die gemeinsame Straftat verstärkt sogar die Bindung zwischen Tätern und Komplizen. Hier gibt es eine sozial unerwünschte Interessensharmone bei der Vertuschung von Straftaten. Zusammenfassend ist Strafrecht alleine kein geeignetes Mittel, sofern man sozial schädlichen Insiderhandel wirksam bekämpfen möchte. Bettis (1998; S. 65) spricht in diesem Zusammenhang auch von einem Versagen des Strafrechts.²⁹

(3) *Positionslimits*: Eine weitere Möglichkeit, gegen sozial schädlichen Insiderhandel vorzugehen, sind Positionslimits.³⁰ Entsprechend des Umfangs der Positionslimits können Insider die Schwarzmarktpreise nur in Höhe des zugelassenen Transaktionsvolumens verlangen. Der maximale Schaden von Insiderhandel lässt sich infolgedessen ex ante einschränken. Dies veranschaulicht Abbildung 5.

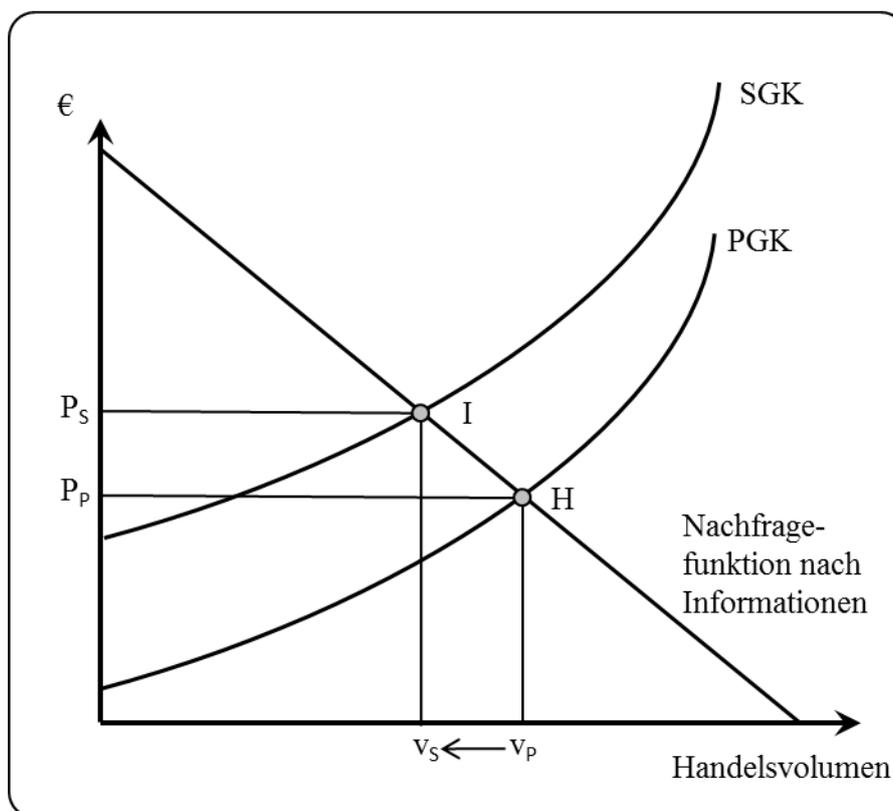


Abbildung 5: Der Effekt von Positionslimits³¹

Ausgangspunkt in der Abbildung 5 ist der Punkt H. Der Punkt H ergibt sich aus dem Rationalkalkül der Investoren: Abhängig von den privaten Grenzkosten der Investoren PGK und der Marktnachfrage nach Informationen handeln diese die Menge v_P an Wert-

²⁹ In diesem Punkt bestehen aufschlussreiche Analogien zur Bekämpfung von Korruption. Vgl. Pies (2008).

³⁰ Gerade seitens der NGOs wird die These vertreten, dass Positionslimits geeignet sind, gegen sozial schädliches Verhalten an den Kapitalmärkten vorzugehen. Allerdings wird nicht immer klar differenziert, ob mit den Positionslimits die negativen Konsequenzen von Spekulation im Allgemeinen oder von Insiderhandel im Besonderen bekämpft werden sollen. Vgl. Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien (2011; S. 34) sowie Henn (2011).

³¹ Eigene Abbildung.

papieren. Im individuellen Kalkül der Investoren bleiben allerdings die negativen Externalitäten eines sozial schädlichen Insiderhandels (z. B. Wohlfahrtsverlust durch Rent-Seeking-Verhalten, Vertrauenserosion, etc.) unberücksichtigt. Die sozialen Grenzkosten SGK der Handelstätigkeit bilden dagegen in Abbildung 5 die privaten Grenzkosten der Investoren und deren negativen Externalitäten ab. Aufgrund des Nettowohlfahrtsverlustes infolge sozial schädlichen Insiderhandels liegt die Kurve SGK oberhalb der privaten Grenzkostenkurve PGK. Aus gesamtgesellschaftlicher Sicht wäre in diesem Modell der Punkt I optimal. In diesem Punkt wäre das soziale Optimum aus dem Bedarf nach Informationen und den gesamten anfallenden Kosten der Informationsbeschaffung unter Berücksichtigung der sozialen Kosten des Rent Seekings erreicht. Im Vergleich zum Ausgangspunkt H wird im sozialen Optimum I eine geringere Menge an Wertpapieren gehandelt: $v_S < v_P$.

Auf diesen Sachverhalt zielt die insbesondere von zivilgesellschaftlicher Seite propagierte Idee ab, Positionslimits zu implementieren. Ein gesetzliches Limit kommt einer Mengenbeschränkung gleich und soll hierdurch das individuell rationale Handelsvolumen auf ein gesellschaftlich optimales Maß reduzieren (vgl. den Pfeil in Abbildung 5). Bei diesem Regulierungsregime können Insider ihr sozial unerwünschtes Verhalten nur bis zum limitierten Handelsvolumen ausdehnen.

Das Setzen eines sozial optimalen Positionslimits durch einen Regulator führt allerdings zu zwei praktischen Problemen:

(a) Das Setzen des Limits erfordert Wissen, das ein Regulator faktisch nicht haben kann. Der Umfang des sozial schädlichen Insiderhandels kann aufgrund der Illegalität nur schwer empirisch erfasst werden. Selbst wenn man die Quantität des sozial schädlichen Insiderhandels bestimmen könnte, wäre es darüber hinaus nur sehr schwer möglich, den Grad der Sozialschädlichkeit zu bestimmen. Für eine gesellschaftlich optimale Limitierung wären allerdings beide Faktoren relevant.

(b) Darüber hinaus führen Positionslimits zu einem beachtlichen Kollateralschaden. Positionslimits schränken nicht nur sozial unerwünschtes Verhalten ein, sondern sie schränken als eine nicht-intendierte Folge auch sozial erwünschtes Handelsverhalten ein: Die sozial erwünschten First-Mover-Vorteile von Investoren werden beschnitten. Investoren sehen sich deshalb mit geringeren Anreizen konfrontiert, auf eine sozial erwünschte Art preisrelevante Informationen zu sammeln und auszuwerten. Dies hat zur Folge, dass die Informationseffizienz der Kapitalmärkte abnimmt. Besonders problematisch könnten diese nicht-intendierten Regulierungseffekte der Positionslimits an den Agrartermärkten werden.³² Es ist gerade im Interesse der Armen, wenn Anleger auf den Agrartermärkten beispielsweise über passive Indexfonds mit hohem Volumen investieren. Die Risiken der Agrarerzeuger können hierdurch besser abgesichert werden, als es klassische Spekulanten mit kleinen Handelsvolumen könnten. Dies hat positive Effekte für die globale Nahrungsmittelproduktion und trägt deshalb zu einer Förderung der globalen Nahrungsmittelsicherheit bei.³³

(4) *Whistle-Blowing-Programme zur präventiven Bekämpfung des sozial unerwünschten Insiderhandels*: Die Idee des Whistle Blowing ist, gezielte Anreize an Informanten zu geben, die sich entweder selbst an einem sozial unerwünschten Insiderhandel beteiligt

³² Am Beispiel der Agrartermärkte vgl. Sanders und Irwin (2011), Aulerich et al. (2012), Bohl et al. (2012), Brunetti et al. (2011), Irwin und Sanders (2010), Tang und Xiong (2012).

³³ Vgl. Prehn et al. (2013), Pies und Will (2013).

haben oder dies in ihrem (beruflichem) Umfeld beobachtet haben. Neben Anreizen erhalten Informanten in der Regel die Zusicherung der Anonymität, um die von ihnen zu tragenden Negativfolgen (z. B. Mobbing, Kündigung, etc.) gering zu halten. Whistle Blowing erhöht hierdurch signifikant die erwarteten Kosten für die Täter: Sie müssen befürchten, durch Informanten enttarnt zu werden. Die Angst vor Enttarnung betrifft nicht nur Kollegen, die zufällig Mitwisser wurden. Die Angst betrifft auch, von Mittätern angezeigt zu werden. Whistle Blowing destabilisiert die sozial unerwünschte Interessensharmonie zwischen Tätern und Mittätern. War Schweigen aufgrund der Anreize des Strafrechtes im Interesse der Täter, verändern die Anreize des Whistle Blowings die dominante Strategie:³⁴ Ein Einschalten der Strafverfolgungsbehörden wird individuell rational. Davon geht eine starke prophylaktische Abschreckungswirkung aus.

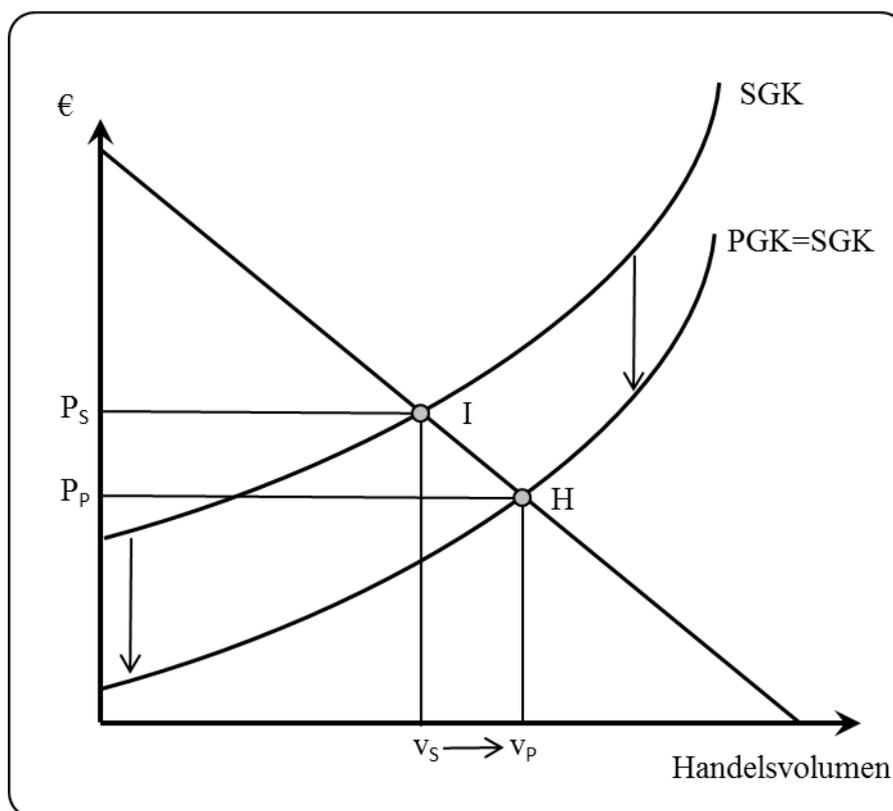


Abbildung 6: Wirkung von Whistle-Blowing-Programmen³⁵

Abbildung 6 zeigt den Effekt von Whistle-Blowing-Programmen: Die Kurve der sozialen Grenzkosten nähert sich der Kurve der privaten Grenzkosten. Hierdurch gibt es keinen Unterschied zwischen dem individuell rationalen und dem sozial erwünschten Handelsvolumen. In Abbildung 6 wird von dem modelltheoretischen Fall ausgegangen, dass sich durch Whistle Blowing sozial schädliches Insiderverhalten komplett vermeiden lässt. In der Praxis wird eine Annäherung der beiden Kostenkurven wahrscheinlich sein. Aufgrund des gestiegenen Risikos der Insider, bei sozial unerwünschtem Verhalten enttarnt zu werden, wird gesetzeskonformes Verhalten attraktiver. Entsprechend der Anreize der Whistle-Blowing-Programme (z. B.: monetäre Anreize, Anonymität, Zeugenschutzprogramme, etc.) lässt sich das sozial unerwünschte Rent-Seeking-Verhalten verringern,

³⁴ Vgl. Pies und Beckmann (2009; S. 15-16).

³⁵ Eigene Abbildung.

wodurch ebenfalls der Nettowohlfahrtsverlust kleiner wird. Die Jahresberichte der SEC aus den Jahren 2011 und 2012 lassen auf einen solchen Effekt schließen.³⁶ Der zweite positive Effekt von Whistle-Blowing-Programmen ist, dass dieses Regulierungsregime ohne Kollateralschäden auskommt. Es kann gezielt jenes Verhalten unterbunden werden, das sozial schädlich ist.

Whistle-Blowing-Programme haben noch einen weiteren positiven Effekt, der in Abbildung 6 nicht unmittelbar ersichtlich ist. Während Positionslimits sozial unerwünschten Insiderhandel bis zur Limitierung zulassen, tragen Whistle-Blowing-Programme zur Prävention von Straftaten wirksam bei. Die hohen Risiken der Aufdeckung haben einen präventiven Effekt für Insider bzw. Investoren, keine Straftaten zu begehen, sondern ihre Ressourcen in eine sozial erwünschte Art der Informationsbeschaffung und -auswertung zu investieren. Langfristig kann dies dazu führen, dass die Grenzkostenkurve aus den Abbildungen 3 und 4 infolge von Innovationen im Umgang mit Informationen weiter nach unten verschoben wird, wodurch die Informationseffizienz der Kapitalmärkte weiter zunimmt.

Die Abwägung dieses ordnungspolitischen Maßnahmenpaketes mit Positionslimits erinnert an die Auseinandersetzung von Ronald Coase mit den (vermeintlichen) Vor- und Nachteilen einer Pigou-Steuer.³⁷ Im Gegensatz zur Pigou-Steuer versuchen Positionslimits, nicht über einen staatlich veranlassten Preisaufschlag das Verhalten der Marktteilnehmer zu beeinflussen, sondern über eine Mengenbeschränkung. Die Ähnlichkeit besteht allerdings darin, dass Pigou-Steuer und Positionslimits darauf abzielen, die Symptome eines sozial schädlichen Verhaltens in den Griff zu bekommen, während das in diesem Beitrag vorgeschlagene Maßnahmenpaket durch ein verändertes Anreizarrangement die Ursachen des sozial schädlichen Verhaltens bekämpft.

Zusammenfassend sind Whistle-Blowing-Programme (in Verbindung mit einer strafrechtlichen Bewehrung) zur Bekämpfung von sozial schädlichem Insiderhandel eine effiziente und effektive ordnungspolitische Maßnahme: (1) Whistle-Blowing-Programme binden Investoren und Insider, auf ein sozial schädliches Rent-Seeking-Verhalten zu verzichten. In diesem Zusammenhang ergibt sich sogar die Pointe, dass die negative Externalität in der Abbildung 5 keine technologiebedingte Konstante ist. Vielmehr ist diese Externalität die Begleiterscheinung einer unzureichenden Rahmenordnung, in der es nicht möglich ist, adäquat gegen sozial schädliches Insiderverhalten vorzugehen. Durch die Implementierung von Whistle-Blowing-Programmen (in Verbindung mit einer strafrechtlichen Bewehrung) verschwindet hingegen diese negative Externalität. (2) Whistle Blowing ermöglicht eine effiziente und effektive Prävention. Wie in Abbildung 6 illustriert, regelt dies der Markt weitestgehend selbst, sobald die Akteure eine konsequente Strafverfolgung bei sozial schädlichem Verhalten befürchten müssen. Aus ordnungspolitischer Sicht hat dies den Vorteil, dass eine funktionale Regulierung möglich ist, die nicht gegen den Markt agiert, sondern die ein sozial erwünschtes Verhalten im Sinne eines effizienten Kapitalmarktes fördert. Diese Regulierung ist vor allem auch möglich, ohne dass sich die Regulierer darüber Wissen anmaßen müssten, was das sozial optimale Kapitalmarktgleichgewicht wäre (wie im Fall der Positionslimits). Durch den beschriebenen Ordnungsrahmen regelt dies der Kapitalmarkt von selbst.

³⁶ Vgl. U. S. Securities and Exchange Commission (2011), U. S. Securities and Exchange Commission (2012), U. S. Securities and Exchange Commission (2013). Einige neuere empirische Erkenntnisse deuten darüber hinaus darauf hin, dass die Bereitschaft, sich als Insider zu betätigen, in den letzten Jahren gestiegen ist. Vgl. Labaton Sucharow (2013).

³⁷ Vgl. Coase (1960).

3. Konkreter Regulierungsbedarf in Europa

Soll gegen sozial unerwünschten Insiderhandel an den Kapitalmärkten vorgegangen werden – wofür ethische wie auch ökonomische Argumente sprechen –, haben Positionslimits mehrere Nachteile: Unterhalb des Limits lassen sie faktisch sozial unerwünschten Insiderhandel zu. Gleichzeitig schränken sie sozial erwünschtes Marktverhalten ein. Hierdurch bringen Positionslimits unlösbare Probleme für die Regulierer mit sich: Wie hoch sollen sie das Positionslimit im Tradeoff zwischen einer Einschränkung des sozial unerwünschten Insiderhandels und der Förderung des sozial erwünschten Verhaltens setzen?

Darüber hinaus bergen Positionslimits das immanente Risiko, dass Regulierer überregulieren. Gerade moralisierende oder ideologische Argumente, die die sozial förderlichen Effekte von Finanzmärkten unterschätzen bzw. die sozial schädlichen Folgen überschätzen, können zu einem Regulierungsversagen führen. Sofern aus der öffentlichen Debatte Druck auf die Regulierer ausgeübt wird, besteht die Gefahr, dass sich diese dem öffentlichen Druck beugen und eine Einschränkung sozial erwünschten Marktverhaltens billigend in Kauf nehmen.³⁸ Gerade nach Finanzkrisen kann die Öffentlichkeit überreagieren und durch eine falsche Zuschreibung der Krisenursachen beispielsweise strikte Positionslimits einfordern. Dies wird in vielen Fällen die Probleme auf den Finanzmärkten sogar noch verschärfen, anstatt diese zu beseitigen. Um ungeeignete Maßnahmen für die Regulierung der Finanzmärkte systematisch zu vermeiden, sollte die Festsetzung der Positionslimits deshalb von der Tagespolitik weitestgehend unabhängig sein.

Diese beiden grundlegenden Defizite von Positionslimits lassen sich durch ein alternatives Regulierungsregime überwinden: Informations- und Transparenzregeln in Verbindung mit der strafrechtlichen Bewährung von sozial schädlichem Insiderhandel gekoppelt mit Whistle-Blowing-Programmen. Dieses Regulierungsregime kann wirkungsvoll sozial schädliches Marktverhalten präventiv bekämpfen, ohne dass sozial erwünschtes Marktverhalten eingedämmt werden muss. Gegenüber Positionslimits ist dieses Regulierungsregime darüber hinaus verhältnismäßig: Staatsversagen muss nicht gegen Marktversagen eingetauscht werden.

Ein Beispiel für eine erfolgreiche Kombination von Informations- und Transparenzregeln, Strafrecht und Whistle-Blowing-Programm liefert die US-amerikanische Börsenaufsicht SEC. Neben umfangreichen Informations- und Transparenzregeln und einer strafrechtlichen Bewährung ermöglicht der Dodd-Frank Wall Street Reform und Consumer Protection Act von 2010 der SEC, mithilfe eines Whistle-Blowing-Programms gezielt gegen Insiderhandel vorzugehen.³⁹ Informanten werden geschützt, und es werden auch Anreize für das Offenbaren strafrechtlich relevanter Tatbestände gegeben. Gegenüber den USA hat Europa einen regulatorischen Nachholbedarf bei der Einführung von Whistle-Blowing-Programmen.

Zurzeit werden entsprechende Maßnahmen innerhalb der Europäischen Kommission diskutiert. Allerdings sieht der aktuelle Reformvorschlag vor, dass die Einzelstaaten zu-

³⁸ Vgl. Caplan und Stringham (2005; S. 80), Will und Pies (2014).

³⁹ Vgl. Dodd-Frank Wall Street Reform und Consumer Protection Act (2010, Sec. 748 und Sec. 922 ff.). Zum Begriff des Whistle Blowings vgl. Pies und Beckmann (2009).

erst die Regulierung in nationales Recht übernehmen und hierbei die Vorschriften hinreichend konkretisieren.⁴⁰ An dieser Stelle besteht ein konkreter Regulierungsbedarf, der im Interesse der Marktteilnehmer schnellstmöglich behoben werden sollte. Die hier aufgezeigten Maßnahmen gegen sozial unerwünschten Insiderhandel sind – wie oben illustriert – keine Regulierung gegen den Markt, sondern eine Regulierung für den Markt. Das Rent-Seeking-Verhalten schädigt nicht nur Marktteilnehmer (ineffizienter Markt) und Investoren (Umverteilung zu den Insidern), sondern durch den ruinösen Wettbewerb auch die Insider. Darüber hinaus kann sozial schädlicher Insiderhandel zu einem gefährlichen Vertrauensverlust in Kapitalmärkte führen, wodurch diese zusammenbrechen können.

Whistle-Blowing-Programme können in der europäischen Rechtssetzung allerdings unter ihren Möglichkeiten bleiben. Im Vergleich zu der US-amerikanischen Regulierung fehlt einigen europäischen Ländern (z. B. Deutschland) ein wirksames Unternehmensstrafrecht: Von Mitarbeitern verübte Straftaten können beispielsweise in den USA zu der Einleitung eines Strafverfahrens gegen das Unternehmen führen, sofern es seine Sorgfaltspflicht unterlassen hat. Die in diesen Verfahren drohenden Strafen sind so hart, dass Unternehmen ex ante einen Anreiz haben, Compliance ernst zu nehmen und innerbetriebliche Institutionen zu schaffen, die Straftaten ihrer Belegschaft effektiv verhindern.⁴¹ Die deutsche Gesetzgebung sieht zum Beispiel lediglich im Rahmen eines Ordnungswidrigkeitsverfahrens die Möglichkeit vor, Unternehmen für die Verletzung von Sorgfaltspflichten zu sanktionieren. Aufgrund der maximalen Bußgeldhöhe – die für große Unternehmen nicht allzu schmerzhaft ist – handelt es sich hier um einen wesentlich schwächeren Anreiz, ernsthaft Compliance zu betreiben. Eine Verschärfung des Ordnungswidrigkeits- bzw. eine Anpassung des Strafrechts könnte eine weitere wichtige Stellschraube sein, um effektiv gegen Insiderhandel vorzugehen.

Wie im ersten Abschnitt gezeigt, liefert dieser Beitrag eine wichtige Differenzierung zwischen sozial erwünschtem und sozial schädlichem Insiderhandel. Gerade für die Formulierung des Straftatbestandes ist dies hilfreich. Ein Verbot des Insiderhandels sollte insbesondere auf sozial schädliches Rent-Seeking-Verhalten von Insidern abzielen. Dies ist ein entscheidender Faktor für die Sozialschädlichkeit des Insiderhandels. Gesetzestexte sollten diese Abgrenzung deshalb explizit berücksichtigen, um sozial unerwünschtes Verhalten auch zu belangen und um gleichzeitig sozial erwünschtes Marktverhalten nicht unnötig einzuschränken. Ein Fokus auf Schwarzmarktpreise hätte unter juristischen Bestimmtheitsgrundsätzen auch den Vorteil, einerseits eine hinreichend bestimmte Norm zu haben und andererseits „kreative“ Arten der Rechtsumgehung weitestgehend zu verhindern. Gerade infolge einer Regulierung des Insiderhandels sind auch rechtsumgehende Anpassungen zu erwarten, wie Regulierungsmaßnahmen in der Vergangenheit verdeutlicht haben.⁴²

Abschließend wird noch auf die wohlfahrtsrelevante Verteilung von Eigentumsrechten an marktrelevanten Informationen hingewiesen. Informations- und Transparenzregeln erhöhen die gesamtgesellschaftliche Wohlfahrt, da sich die Kosten der Informationsbeschaffung verringern. Insbesondere die (Agrar-)Terminmärkte in Europa haben hinsichtlich ihrer Transparenz noch einen regulatorischen Nachholbedarf.⁴³ Allerdings sollte bei der Ausweitung von Informations- und Transparenzregeln berücksichtigt werden, dass hiermit auch Kosten für die betroffenen Unternehmen anfallen. Gleichzeitig kann ein

⁴⁰ Vgl. Europäische Kommission (2011; S. 13) und Fleischer und Schmolke (2012; S. 3).

⁴¹ Vgl. Bettis et al. (1998; S. 66).

⁴² Vgl. Lee et al. (2011; S. 24-25), John und Narayanan (1997; S. 239).

⁴³ Vgl. Will et al. (2013), Glauben et al. (2013).

Übermaß an Transparenz innovationschädliche Effekte haben. Unternehmen müssen dann befürchten, dass ihr Technologievorsprung infolge der Veröffentlichungspflichten für die Konkurrenten ersichtlich wird. Dies setzt Fehlanreize, kostspielige Innovationen zu unterlassen, denn die First-Mover-Vorteile verringern sich infolge der Transparenz. Ein Übermaß an Information und Transparenz kann deshalb auch sozial schädliche Konsequenzen haben. Diese beiden Effekte (Kosten der Transparenz für berichtspflichtige Unternehmen und gegebenenfalls negative Effekte für die First-Mover-Vorteile) müssen bei der Festlegung von Transparenz- und Informationsregeln berücksichtigt werden.

Zusammenfassung

Dieser Beitrag liefert für die aktuelle ökonomische wie auch politische Debatte über die Regulierung des Insiderhandels drei wichtige Argumente:

(1) Der Beitrag differenziert zwischen sozial erwünschten First-Mover-Vorteilen, die bei einem Insiderhandel anfallen können, und einem sozial schädlichen Rent-Seeking-Verhalten. Das Rent-Seeking-Verhalten entsteht, wenn Insider Schwarzmarktpreise für die Bereitstellung von marktrelevanten Informationen verlangen. Die Schwarzmarktpreise führen nicht nur zu einer Umverteilung von den Marktteilnehmern und Investoren zu den Insidern; sie führen insgesamt auch zu einem Nettowohlfahrtsverlust. Das Rent-Seeking-Verhalten kann darüber hinaus zu einem kompletten Marktversagen führen, wenn die Marktteilnehmer das Vertrauen in die Kapitalmärkte verlieren. Dieses Insiderverhalten, das sich in Schwarzmarktpreisen für marktrelevante Informationen äußert, sollte demzufolge mit einer geeigneten Regulierung bekämpft werden.

(2) Der Beitrag untersucht aus einer konzeptionellen Perspektive verschiedene Regulierungsregimes. Hierbei zeigt sich: Ein Regulierungsregime ist wohlfahrtsförderlich, wenn es (a) durch Informations- und Transparenzregeln die Kosten der Informationsbeschaffung für die Marktteilnehmer verringert (z. B. Pflicht börsennotierter Unternehmen, quartalsweise Fundamentaldaten zu veröffentlichen). (b) Gleichzeitig ist der Straftatbestand des Insiderhandels (für die Schwarzmarktpreise) erforderlich. Allein für sich genommen ist ein Straftatbestand aufgrund der Interessenharmonie zwischen den Tätern einerseits und der Tatsache, dass Insiderhandel eine sogenannte „opferlose“ Tat ist, allerdings kein ausreichendes Mittel, gegen sozial unerwünschten Insiderhandel vorzugehen. (c) Nur in Verbindung mit einem Whistle-Blowing-Programm, das Informanten schützt und ihnen gezielt Anreize gibt, ist der Straftatbestand ein präventives, effektives und effizientes Mittel. (d) Im Gegensatz zu Positionslimits führt diese Kombination der drei genannten Regulierungsmaßnahmen nicht zu Kollateralschäden, die dann entstehen wenn sozial erwünschtes Marktverhalten eingedämmt wird.

(3) Europa hat gegenüber den USA bei der Bekämpfung des sozial unerwünschten Insiderhandels ein Regulierungsdefizit. Die neuen MiFID-Richtlinien sollen hier Abhilfe schaffen und den Rechtsrahmen für Whistle-Blowing-Programme abstecken. Es ist allerdings fraglich, wann und in welchem Umfang die Umsetzung in nationales Recht erfolgt. Die Umsetzung könnte darüber hinaus unter ihren Möglichkeiten bleiben, weil Unternehmen aufgrund eines fehlenden Unternehmensstrafrechtes (insbesondere in Deutschland) nur geringe Anreize haben, durch organisationsinterne Governance-Vorschriften präventiv gegen Insiderhandel vorzugehen. Ein weiteres Problem in der Regulierungsdebatte ist die wissenschaftliche Kontroverse um die Frage, welche Art des Insiderhandels sozial

förderlich und welche Art sozial schädlich ist. Dieser Beitrag schlägt als Differenzierungskriterium Schwarzmarktpreise für marktrelevante Informationen infolge eines Rent-Seeking-Verhalten von Insidern vor. Dieses Kriterium eignet sich insbesondere auch für eine hinreichend bestimmte Rechtssetzung, die darüber hinaus auch präventiv gegen Rechtsumgehungsstrategien wirkt. Abschließend ist noch auf ein Defizit bei den europäischen Terminmärkten hinzuweisen: Gegenüber den USA gibt es noch einen Nachholbedarf bei den Informations- und Transparenzregeln.⁴⁴

⁴⁴ Vgl. Glaben et al. (2013), Will et al. (2013).

Literatur

- Aulerich, Nicole M., Scott H. Irwin und Philip Garcia (2012): Bubbles, Food Prices, and Speculation: Evidence from the CFTC's Daily Large Trader Data Files, Paper prepared for presentation at the NBER Conference on "Economics of Food Price Volatility" in Seattle, WA, August 15-16, 2012, am 24. November 2012 im Internet unter: http://www.farndoc.illinois.edu/irwin/research/Aulerich.%20Irwin.%20Garcia_NBER_2012.pdf
- Bainbridge, Stephen M. (2000): Insider Trading: An Overview, Working Paper, download unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=132529, 19.06.2013.
- Beny, Laura Nyantung (2006): Insider Trading Laws and Stock Markets Around the World: An Empirical Contribution to the Theoretical Law and Economic Debate, in: Journal of Corporate Law, Vol. 32, S. 237-300.
- Bettis, J. Carr, William A. Duncan, und W. Ken Harmon (1998): The Effectiveness of Insider Trading Regulations, in: The Journal of Applied Business Research, Vol. 14, No. 4, S. 53-70.
- Bohl, Martin T., Farrukh Javed und Patrick M. Stephan (2012): Do Commodity Index Traders Destabilize Agricultural Futures Prices?, Diskussionspapier, am 24. November 2012 im Internet unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2088426.
- Börsenordnung für die Frankfurter Wertpapierbörse (2010), download unter: http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/binary/gdb_navigation/info_center/25_FWB_Information/20_FWB_Rules_Regulations?object_id=84XHGGZ360NSGDDE, 22.07.2010.
- Brochet, Francois (2010): Information Content of Insider Trades before and after the Sarbanes-Oxley Act, in: The Accounting Review, Vol. 85, No. 2, S. 419-446.
- Brunetti, Celso, Bahattin Büyüksahin und Jeffrey H. Harris (2011): Speculators, Prices and Market Volatility, Diskussionspapier, am 24. November 2012 im Internet unter: <http://www.bancaditalia.it/studiricerche/seminari/2011/brunetti/paper-brunetti.pdf>.
- Buffa, Andrea M. (2013): Insider Trade Disclosure, Market Efficiency, and Liquidity, Working Paper, download unter: https://wpweb2.tepper.cmu.edu/wfa/wfasecure/upload2009/2009_7.685203E+07_PA_AMBuffa_WFApaper.pdf, 19.06.2013.
- Caplan, Bryan, und Edward Stringham (2005): Mises, Bastiat, Public Opinion, and Public Choice, in: Review of Political Economy, Vol. 17, No. 1, S. 79-105.
- Carlton, Dennis W., und Daniel R. Fischel (1982): The Regulation of Insider Trading, in: Stanford Law Review, Vol. 35, S. 857-895.
- Coase, Ronald (1960): The Problem of Social Cost, in: Journal of Law and Economics, Vol. 3, S. 1-44.
- Dodd-Frank Wall Street Reform und Consumer Protection Act (2010), <http://www.sec.gov/about/laws/wallstreetreform-cpa.pdf>, 03.06.2013.
- Europäische Kommission (2011): Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on Insider Dealing and Market Manipulation (Market Abuse), Com(2011) 651 final, 2011/0295 (COD), <http://eur-lex.europa.eu/LexUriServ/LexUriServ.do?uri=COM:2011:0651:FIN:EN:PDF>, 03.06.2013.
- Fama, Eugene F. (1970): Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, The Journal of Finance, Vol. 25., No. 2, Papers and Proceedings of the Twenty-Eighth Annual Meeting of the American Finance Association New York, N.Y. December, 28-30, 1969. (May, 1970), S. 383-417.
- Fama, Eugene F., Miller, Merton H. (1972): The Theory of Finance, Dryden Press, Hinsdale.
- Fishman, Michael J., und Kathleen M. Hagerty (1992): Trading and the Efficiency of Stock Prices, Vol. 23, No. 1, S. 106-122.

- Fleischer, Holger, und Klaus Ulrich Schmolke (2012): Financial Incentives for Whistleblowers in European Capital Markets Law? Legal Policy Considerations on the Reform of the Market Abuse Regime, ECGI - Law Working Paper No. 189/2012, http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2124678, 03.06.2013.
- Glauben, Thomas, Ingo Pies, Sören Prehn und Matthias Georg Will (2013): Nahrungssicherheit und Agrarspekulation: Was ist politisch zu tun?, in: Wirtschaftsdienst, Vol. 93, No. 2, S. 103-109.
- Haddock, David D., und Jonathan R. Macey (1987): Regulation on Demand: A Private Interest Model, with an Application to Insider Trading Regulation, in: Journal of Law and Economics, Vol. 30, S. 311-352.
- Henn, Markus (2011): EU-Regulierung der Rohstoffterminmärkte – MiFID-Reform, Vortrag am 12.11.2011 an der Strategiekonferenz der Partei Die Linke, Berlin, download unter: http://www2.weed-online.org/uploads/vortrag_121111_eu_regulierung_mifid_mad.pdf, 25.04.2014.
- Irwin, Scott H. und Dwight R. Sanders (2010): The impact of index and swap funds on commodity futures markets: preliminary results. Food, Agriculture and Fisheries Working Paper No. 27, hrsg. von der OECD, Paris. am 1. August 2012 im Internet unter: <http://www.oecd.org/trade/agriculturaltrade/assessingagriculturalmarkets/45534528.pdf>.
- Jensen, Michael C., Kevin J. Murphy (1990): Performance Pay and Top-Management Incentives, Journal of Political Economy, Vol. 98, No. 2, S. 225-264.
- Jensen, Michael C., und William H. Meckling (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3, No. 4, S. 305-360.
- John, Kose, und Ranga Narayanan (1997): Market Manipulation and the Role of Insider Trading Regulation, in: The Journal of Business, Vol. 70, No. 2, S. 217-247.
- Kammer für Arbeiter und Angestellte für Wien (2011): Rohstoffe: Spekulation – Verteilung – Preise, Beiträge zur Wirtschaftspolitik, Nr. 30, download unter: http://media.arbeiterkammer.at/wien/PDF/studien/Studie_Rohstoffe.pdf, 25.04.2014.
- Labaton Sucharow (2013): Wall Street in Crisis: A Perfect Storm Looming, am 19. Juli 2013 im Internet unter: <http://www.labaton.com/en/about/press/Wall-Street-Professional-Survey-Reveals-Widespread-Misconduct.cfm>, darüber hinaus als gut illustrierte Infografik: <http://www.secwhistlebloweradvocate.com/>.
- Lakonishok, Josef, und Inmoo Lee (2001): Are Insider Trades Informative?, in: The Review of Financial Studies, Vol. 14, No. 1, S. 79-111.
- Lee, Inmoo, Michael Lemmon, Yan Li, und John M. Sequeira (2011): The Effect of Regulation on the Volume, Timing, and Profitability of Insider Trading, KAIST Business School Working Paper Series, KCB-WP-2011-002, http://www.business.kaist.ac.kr/main.asp?cate_code=20091008101934&gourl=/program/case_work.asp&resource=3&cate=2, 19.06.2013.
- Macey, Jonathan R. (1991): Insider Trading – Economics, Politics and Policy, American Enterprise Institute for Public Policy Research, Washington.
- Meulbroek, Lisa K. (1992): An Empirical Analysis of Illegal Insider Trading, in: The Journal of Finance, Vol. 47, No. 5, S. 1661-1699.
- Miller, Gary (1992): Managerial Dilemmas – The Political Economy of Hierarchy, Cambridge University Press, Cambridge.
- Pies, Ingo (2008): Wie bekämpft man Korruption?, Wissenschaftlicher Verlag, Berlin.
- Pies, Ingo und Matthias Georg Will (2013): Finanzspekulation mit Agrarrohstoffen: Wie (Wirtschafts-)Ethik und (Agrar-)Ökonomik gemeinsam einem Diskurs- und Politik-Versagen entgegenreten

- können, Diskussionspapier Nr. 2013-12 des Lehrstuhls für Wirtschaftsethik an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg.
- Pies, Ingo, und Markus Beckmann (2009): Whistle-Blowing heißt nicht: "verpfeifen" – Ordonomische Überlegungen zur Korruptionsprävention durch und in Unternehmen, Diskussionspapier Nr. 2009-19 des Lehrstuhls für Wirtschaftsethik an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, hrsg. von Ingo Pies.
- Prehn, Sören, Thomas Glauben, Ingo Pies, Matthias Georg Will, Jens-Peter Loy (2013): Betreiben Indexfonds Agrarspekulation? Erläuterungen zum Geschäftsmodell und zum weiteren Forschungsbedarf, Discussion Paper No. 138, hrsg. vom Leibniz-Institut für Agrarforschung in Mittel- und Osteuropa (IAMO), Halle.
- Sanders, Dwight R. und Scott H. Irwin (2011): The impact of index funds in commodity futures: A system Approach, in: *The Journal of Alternative Investments*, Vol. 14, No. 1, S. 40-49.
- Schiller, Jon (2010): Avoid Financial Fraud – Earn Options Trading Profits Legally, CreateSpace Independent Publishing Platform.
- Sehgal, Sanjay, Namita Rajput, und Rajeev Kumar Dua (2012): Price Discovery in Indian Agricultural Commodity Markets, in: *International Journal of Accounting and Financial Reporting*, Vol. 2, No. 2, S. 34-54.
- Tang, Ke und Wei Xiong (2010): Index Investment and Financialization of Commodities, Working Paper, am 28. Oktober 2012 im Internet unter: <http://www.princeton.edu/~wxiong/papers/commodity.pdf>.
- Tullock, Gordon (1990): The Cost of Special Privilege, in: *Perspectives on Positive Political Economy*, hrsg. von James E. Alt und Kenneth A. Shepsle, S. 195-211, Cambridge University Press, Cambridge.
- U. S. Securites and Exchange Commission (2011): Annual Report on the Dodd-Frank Whistleblower Program - Fiscal Year 2011, <http://www.sec.gov/about/offices/owb/whistleblower-annual-report-2011.pdf>, 03.06.2013.
- U. S. Securites and Exchange Commission (2012): Annual Report on the Dodd-Frank Whistleblower Program - Fiscal Year 2012, <http://www.sec.gov/about/offices/owb/annual-report-2012.pdf>, 03.06.2013.
- U. S. Securites and Exchange Commission (2013): Evaluation of the SEC's Whistleblower Program, <http://www.sec-oig.gov/Reports/AuditsInspections/2013/511.pdf>, 03.06.2013.
- Wertpapierhandelsgesetz in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2708), das zuletzt durch Artikel 3 des Gesetzes vom 7. Mai 2013 (BGBl. I S. 1162) geändert worden ist, Neugefasst durch Bek. v. 9.9.1998 I 2708, zuletzt geändert durch Art. 3 G v. 7.5.2013 I 1162.
- Will, Matthias Georg, und Ingo Pies (2014): Discourse and Regulation Failures: The Ambivalent Influence of NGOs on Political Organizations, Diskussionspapier Nr. 2014-2 des Lehrstuhls für Wirtschaftsethik an der Martin-Luther-Universität Halle-Wittenberg, hrsg. von Ingo Pies, download unter: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2382241, 28.04.14.
- Will, Matthias Georg, Sören Prehn, Ingo Pies, Thomas Glauben (2013): Schadet oder nützt die Finanzspekulation mit Agrarrohstoffen? – Ein Literaturüberblick zum aktuellen Stand der empirischen Forschung, in: LIST-Forum, November 2013.

Diskussionspapiere⁴⁵

- Nr. 2014-7 **Matthias Will, Ingo Pies**
Insiderhandel und die Regulierung der Kapitalmärkte: Ein Beitrag zur MiFID-Debatte
- Nr. 2014-6 **Ingo Pies**
Interview zur Moral der Finanzspekulation mit Agrarrohstoffen und zur Ordnungsethik der Zivilgesellschaft
- Nr. 2014-5 **Ingo Pies**
Die Stunde der Symbolpolitik – Zur politischen Funktion wirtschaftlicher Zusammenarbeit in Krisenzeiten
- Nr. 2014-4 **Ingo Pies, Oliver Holtemöller**
Mit administrierten Löhnen Armut bekämpfen? – Warum die Debatte um den Mindestlohn in Deutschland verfehlt ist
- Nr. 2014-3 **Ingo Pies, Stefan Hielscher**
Miteinander oder Gegeneinander? – Zur Verhältnisbestimmung von Unternehmen und zivilgesellschaftlichen Organisationen
- Nr. 2014-2 **Matthias Georg Will, Ingo Pies**
Discourse and Regulation Failures: The Ambivalent Influence of NGOs on Political Organizations
- Nr. 2014-1 **Ingo Pies**
Argumentiert der Papst marktfeindlich?
- Nr. 2013-28 **Ingo Pies**
„Diese Wirtschaft tötet.“ – Wirtschaftsethische Stellungnahme zu einigen zentralen Aussagen des Apostolischen Schreibens »Evangelii Gaudium« von Papst Franziskus
- Nr. 2013-27 **Ingo Pies**
Ethik der Welternährung
- Nr. 2013-26 **Ingo Pies, Thomas Glauben**
Wissenschaftliche Stellungnahme zum „Argumentationspapier“ von Foodwatch
- Nr. 2013-25 **Matthias Georg Will, Sören Prehn, Ingo Pies, Thomas Glauben**
Does Financial Speculation with Agricultural Commodities Cause Hunger? – A Reply to our Critics
- Nr. 2013-24 **Ingo Pies, Matthias Georg Will**
Finanzspekulation mit Agrarrohstoffen – Analyse und Bewertung aus wirtschaftsethischer Sicht
- Nr. 2013-23 **Ingo Pies**
Agrarspekulation: Fluch oder Segen?
- Nr. 2013-22 **Ingo Pies, Stefan Hielscher**
(Verhaltens-)Ökonomik versus (Ordnungs-)Ethik? – Zum moralischen Stellenwert von Dispositionen und Institutionen
- Nr. 2013-21 **Ingo Pies, Sören Prehn, Thomas Glauben, Matthias Georg Will**
The Ethics of (Financial) Speculation
- Nr. 2013-20 **Ingo Pies**
The Ordonomic Approach to Order Ethics
- Nr. 2013-19 **Ingo Pies, Sören Prehn, Thomas Glauben, Matthias Georg Will**
Hungermakers? – Why Futures Market Activities by Index Funds Are Promoting the Common Good
- Nr. 2013-18 **Ingo Pies**
Personen, Organisationen, Ordnungsregeln: Der demokratische Diskurs muss zwei Defizite aufarbeiten - ein Interview zur Bankenmoral
- Nr. 2013-17 **Ingo Pies**
Institutionalisierte Solidarität: Märkte nutzen, um Hunger zu bekämpfen!

⁴⁵ Als kostenloser Download unter <http://ethik.wiwi.uni-halle.de/forschung>. Hier finden sich auch die Diskussionspapiere der Jahrgänge 2003-2009.

- Nr. 2013-16 **Ingo Pies**
Theoretische Grundlagen demokratischer Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik – Der Beitrag von John Maynard Keynes
- Nr. 2013-15 **Ingo Pies**
Keynes und die Zukunft der Enkel
- Nr. 2013-14 **Ingo Pies, Sören Prehn, Thomas Glauben, Matthias Georg Will**
Speculation on Agricultural Commodities: A Brief Overview
- Nr. 2013-13 **Ingo Pies**
Hat der Terminmarkt Hungerkrisen ausgelöst?
- Nr. 2013-12 **Ingo Pies, Matthias Georg Will**
Finanzspekulation mit Agrarrohstoffen: Wie (Wirtschafts-)Ethik und (Agrar-)Öko-nomik gemeinsam einem Diskurs- und Politik-Versagen entgegenzutreten können
- Nr. 2013-11 **Ingo Pies**
Hunger bekämpfen! Aber wie? – Drei Thesen aus wirtschaftsethischer Sicht
- Nr. 2013-10 **Stefan Hielscher und Till Vennemann**
Harnessing CSR for the Innovation Capacity of the Capitalistic Firm: A Conceptual Approach for How to Use CSR in and for Innovation Management
- Nr. 2013-9 **Thomas Glauben und Ingo Pies**
Indexfonds sind nützlich – Ein Zwischenbericht zur Versachlichung der Debatte
- Nr. 2013-8 **Ingo Pies**
Sind hohe Standards immer gut? – Eine wirtschaftsethische Perspektive
- Nr. 2013-7 **Ingo Pies**
Ethik der Agrarspekulation: Rückblick und Ausblick
- Nr. 2013-6 **Ingo Pies**
Agrarspekulation – Replik auf Hans-Heinrich Bass
- Nr. 2013-5 **Ingo Pies**
Agrarspekulation – Replik auf Thilo Bode
- Nr. 2013-4 **Ingo Pies**
Agrarspekulation? – Der eigentliche Skandal liegt woanders!
- Nr. 2013-3 **Matthias Georg Will, Stefan Hielscher**
How Do Companies Invest in Corporate Social Responsibility? An Ordonomic Contribution for Empirical CSR Research – A Revision
- Nr. 2013-2 **Ingo Pies, Sören Prehn, Thomas Glauben, Matthias Georg Will**
Kurzdarstellung Agrarspekulation
- Nr. 2013-1 **Ingo Pies**
Ordnungsethik der Zivilgesellschaft – Eine ordonomische Argumentationsskizze aus gegebenem Anlass
- Nr. 2012-28 **Ingo Pies**
Terminmarktgeschäfte erfüllen eine wichtige Versicherungsfunktion: Ein Interview zur Finanzspekulation mit Agrarrohstoffen
- Nr. 2012-27 **Matthias Georg Will, Sören Prehn, Ingo Pies, Thomas Glauben**
Is financial speculation with agricultural commodities harmful or helpful? –A literature review of current empirical research
- Nr. 2012-26 **Matthias Georg Will, Sören Prehn, Ingo Pies, Thomas Glauben**
Schadet oder nützt die Finanzspekulation mit Agrarrohstoffen? – Ein Literaturüberblick zum aktuellen Stand der empirischen Forschung
- Nr. 2012-25 **Stefan Hielscher**
Kooperation statt Hilfe: Rede und Presseerklärung anlässlich der Verleihung des Wissenschaftspreises der Plansecur-Stiftung 2012
- Nr. 2012-24 **Stefan Hielscher**
Kooperation statt Hilfe: Zur Theorie der Entwicklungspolitik aus ordonomischer Sicht
- Nr. 2012-23 **Ingo Pies**
Die zivilgesellschaftliche Kampagne gegen Finanzspekulationen mit Agrarrohstoffen – Eine wirtschaftsethische Stellungnahme

- Nr. 2012-22 **Markus Beckmann, Ingo Pies, Alexandra von Winning**
Passion and Compassion as Strategic Drivers for Sustainable Value Creation: An Ordonomic Perspective on Social and Ecological Entrepreneurship
- Nr. 2012-21 **Ingo Pies**
Optimierung versus Koordinierung: Zur ordonomischen Klärung des wirtschaftsethischen Kernproblems
- Nr. 2012-20 **Matthias Georg Will**
Successful Organizational Change Through Win-Win_ How Change Managers can Organize Mutual Benefits
- Nr. 2012-19 **Matthias Georg Will**
Erfolgreicher organisatorischer Wandel durch die Überwindung von Risiken: Eine interaktionstheoretische Perspektive
- Nr. 2012-18 **Ingo Pies**
Gerechtigkeit = Nachhaltigkeit? – Die Vorzüge der Nachhaltigkeitssemantik
- Nr. 2012-17 **Ingo Pies**
Zweiter Offener Brief an Markus Henn (WEED)
- Nr. 2012-16 **Ingo Pies**
Offener Brief an Markus Henn (WEED)
- Nr. 2012-15 **Ingo Pies**
Wirtschaftsethik konkret: Wie (un)moralisch ist die Spekulation mit Agrarrohstoffen?
- Nr. 2012-14 **Ingo Pies**
Theoretische Grundlagen demokratischer Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik – Der Beitrag von Joseph A. Schumpeter
- Nr. 2012-13 **Ingo Pies**
Eigentumsrechte und dynamische Wertschöpfung in der Marktwirtschaft: Ist der „Kapitalismus“ ein System zur „Ausbeutung“ der Unternehmen?
- Nr. 2012-12 **Ingo Pies**
Ethik der Spekulation: Wie (un-)moralisch sind Finanzmarktgeschäfte mit Agrarrohstoffen? – Ein ausführliches Interview mit einem Ausblick auf die Rolle zivilgesellschaftlicher Organisationen
- Nr. 2012-11 **Ingo Pies**
Interview zur gesellschaftlichen Verantwortung der Unternehmen (CSR)
- Nr. 2012-10 **Matthias Georg Will**
Der blinde Fleck der Change-Management-Literatur: Wie Hold-Up-Probleme den organisatorischen Wandlungsprozess blockieren können
- Nr. 2012-9 **Matthias Georg Will**
Change Management und Interaktionspotentiale: Wie Rationalfallen den organisatorischen Wandel blockieren
- Nr. 2012-8 **Ingo Pies, Stefan Hielscher**
Gründe versus Anreize? –Ein ordonomischer Werkstattbericht in sechs Thesen
- Nr. 2012-7 **Ingo Pies**
Politischer Liberalismus: Theorie und Praxis
- Nr. 2012-6 **Ingo Pies**
Laudatio Max-Weber-Preis 2012
- Nr. 2012-5 **Ingo Pies**
Kultur der Skandalisierung: Sieben Thesen aus institutionenethischer Sicht
- Nr. 2012-4 **Matthias Georg Will**
Eine kurze Ideengeschichte der Kapitalmarkttheorie: Fundamentaldatenanalyse, Effizienzmarkthypothese und Behavioral Finance
- Nr. 2012-3 **Ingo Pies**
Ethik der Skandalisierung: Fünf Lektionen
- Nr. 2012-2 **Matthias Georg Will, Stefan Hielscher**
How do Companies Invest in Corporate Social Responsibility? An Ordonomic Contribution for Empirical CSR Research

- Nr. 2012-1 **Ingo Pies, Markus Beckmann und Stefan Hielscher**
The Political Role of the Business Firm: An Ordonomic Concept of Corporate Citizenship Developed in Comparison with the Aristotelian Idea of Individual Citizenship
- Nr. 2011-22 **Ingo Pies**
Interview zur Schuldenkrise
- Nr. 2011-21 **Stefan Hielscher**
Vita consumenda oder Vita activa? – Edmund Phelps und die moralische Qualität der Marktwirtschaft
- Nr. 2011-20 **Ingo Pies**
Regelkonsens statt Wertekonsens: Die Grundidee des politischen Liberalismus
- Nr. 2011-19 **Matthias Georg Will**
Technologischer Fortschritt und Vertrauen: Gefahrenproduktivität und Bindungsmechanismen zur Überwindung von Konflikten
- Nr. 2011-18 **Matthias Georg Will**
Change Management und nicht-monetäre Vergütungen: Wie der organisatorische Wandel das Mitarbeiterverhalten beeinflusst
- Nr. 2011-17 **Tobias Braun**
Wie interagieren Banken und Ratingagenturen? Eine ökonomische Analyse des Bewertungsmarktes für strukturierte Finanzprodukte
- Nr. 2011-16 **Stefan Hielscher**
Das Unternehmen als Arrangement von horizontalen und vertikalen Dilemmastrukturen: Zur Ordonomik der Corporate Governance in und durch Unternehmen
- Nr. 2011-15 **Ingo Pies**
Die Rolle der Institutionen: Fragen und Antworten zur Institutionenökonomik und Institutionenethik
- Nr. 2011-14 **Ingo Pies**
Die zwei Pathologien der Moderne –Eine ordonomische Argumentationsskizze
- Nr. 2011-13 **Ingo Pies**
Wie kommt die Normativität ins Spiel? – Eine ordonomische Argumentationsskizze
- Nr. 2011-12 **Stefan Hielscher, Ingo Pies, Vladislav Valentinov**
How to Foster Social Progress:
An Ordonomic Perspective on Progressive Institutional Change
- Nr. 2011-11 **Tatjana Schönwälder-Kuntze**
Die Figur des ‚Wetteifers‘ und ihre Funktion in Kants Ethik
- Nr. 2011-10 **Ingo Pies**
Theoretische Grundlagen demokratischer Wirtschafts- und Gesellschaftspolitik: Der Beitrag von Edmund Phelps
- Nr. 2011-9 **Ingo Pies, Matthias Georg Will**
Coase-Theorem und Organ-Transplantation: Was spricht für die Widerspruchslösung?
- Nr. 2011-8 **Matthias Georg Will**
A New Empirical Approach to Explain the Stock Market Yield: A Combination of Dynamic Panel Estimation and Factor Analysis
- Nr. 2011-7 **Ingo Pies**
Der wirtschaftsethische Imperativ lautet: Denkfehler vermeiden! – Sieben Lektionen des ordonomischen Forschungsprogramms
- Nr. 2011-6 **Ingo Pies**
System und Lebenswelt können sich wechselseitig „kolonisieren“! – Eine ordonomische Diagnose der Moderne
- Nr. 2011-5 **Ingo Pies**
Wachstum durch Wissen: Lektionen der neueren Welt(wirtschafts)geschichte
- Nr. 2011-4 **Ingo Pies, Peter Sass**
Haftung und Innovation – Ordonomische Überlegungen zur Aktualisierung der ordnungspolitischen Konzeption
- Nr. 2011-3 **Ingo Pies**
Walter Eucken als Klassiker der Ordnungsethik – Eine ordonomische Rekonstruktion

- Nr. 2011-2 **Ingo Pies, Peter Sass**
Wie sollte die Managementvergütung (nicht) reguliert werden? – Ordnungspolitische Überlegungen zur Haftungsbeschränkung von und in Organisationen
- Nr. 2011-1 **Ingo Pies**
Karl Homanns Programm einer ökonomischen Ethik – „A View From Inside“ in zehn Thesen

Wirtschaftsethik-Studien⁴⁶

- Nr. 2013-1 **Ingo Pies**
Chancengerechtigkeit durch Ernährungssicherung – Zur Solidaritätsfunktion der Marktwirtschaft bei der Bekämpfung des weltweiten Hungers
- Nr. 2010-1 **Ingo Pies, Alexandra von Winning, Markus Sardison, Katrin Girlich**
Sustainability in the Petroleum Industry: Theory and Practice of Voluntary Self-Commitments
- Nr. 2009-1 **Ingo Pies, Alexandra von Winning, Markus Sardison, Katrin Girlich**
Nachhaltigkeit in der Mineralölindustrie: Theorie und Praxis freiwilliger Selbstverpflichtungen
- Nr. 2007-1 **Markus Beckmann**
Corporate Social Responsibility und Corporate Citizenship
- Nr. 2005-3 **Ingo Pies, Peter Sass, Roland Frank**
Anforderungen an eine Politik der Nachhaltigkeit – eine wirtschaftsethische Studie zur europäischen Abfallpolitik
- Nr. 2005-2 **Ingo Pies, Peter Sass, Henry Meyer zu Schwabedissen**
Prävention von Wirtschaftskriminalität: Zur Theorie und Praxis der Korruptionsbekämpfung
- Nr. 2005-1 **Valerie Schuster**
Corporate Citizenship und die UN Millennium Development Goals: Ein unternehmerischer Lernprozess am Beispiel Brasiliens
- Nr. 2004-1 **Johanna Brinkmann**
Corporate Citizenship und Public-Private Partnerships: Zum Potential der Kooperation zwischen Privatwirtschaft, Entwicklungszusammenarbeit und Zivilgesellschaft

⁴⁶ Als kostenloser Download unter: <http://ethik.wiwi.uni-halle.de/forschung>