

Insidertrading

1. Einleitung

Insidertrading ist ein weites Feld, das schon seit jeher mit Finanz- und Kapitaltransaktionen verbunden war. Es basiert auf Vorteilen und Gewinn durch mehr Wissen. Dies ist jedoch nicht unbedingt strafbar, und die Restriktionen von Insidertrading sind in den jeweiligen Staaten verschieden. Eine Vereinheitlichung dieser Richtlinien sowie mehr Zusammenarbeit bei der Kontrolle ihrer Einhaltung wird vor allem in der EU aber auch international angestrebt.

Diese Arbeit versucht, die grundlegenden Informationen über Insidertrading aufzuarbeiten, die wichtigsten Argumente die für und wider ein staatliches Insiderhandelsverbots gebracht wurden gegenüberzustellen und die gesetzliche Lage sowohl international wie auch national zu beleuchten. Dabei liegt der Fokus vor allem auf dem US Recht, das von einigen nicht nur zeitlich als Vorreiter anderer Gesetzesunterlagen gesehen wird, weiters auf den Bestimmungen der EU sowie auf der Situation in Österreich. Ein Kapitel, das sich mit Marktüberwachung und Ausnutzung marktüberwachender Instrumente beschäftigt, nimmt die Diskussion über die Ereignisse des 11. Septembers vor dem Hintergrund der Insidertrading-Informationen auf. In einem abschließenden Teil soll nochmals zusammenfassend über die jetzige rechtliche Situation und die Bedeutung von Insidertrading reflektiert werden.

2. Insidertrading – Versuch einer Definition

Ein Insider sein bedeutet, mehr zu wissen als andere, d.h. einer Gruppe von „Outsidern“ gegenübergestellt zu sein. Insidertrading basiert daher auf einem Wissensvorsprung, der positiv genutzt werden kann: „Wer den Kursverlauf eines Wertpapiers vorhersagen kann, besitzt für sich die Möglichkeit, allein schon die Schwankung des Kurses wirtschaftlich auszuwerten; er beherrscht im übertragenen Sinne das Geschehen.“ (LÜCKER, V. 1998:1) Die Situation ist vergleichbar mit einem Kartenspiel, in dem einer der Spieler die Karten der anderen kennt.

Ein Beispiel soll das näher erläutern. Zwei Marktoperationen, die sich für Insidertrading eignen, sind Put-options und Call-Options. Diese Stock Options erlauben einem Händler, eine festgelegte Anzahl von Waren zu einem festgelegten Preis zu kaufen oder zu verkaufen: „An option is an agreement between two parties whereby one party (the option holder) has the right to perform a specified transaction having specified terms with the other party (the option issuer).“ (Contingency Analysis, 2000:1).

Bei einer **Call Option** hat der Option Holder das Recht eine festgelegte Anzahl von Waren zu einem festgelegten Preis zu einem gewissen Zeitpunkt oder bis zu einem gewissen Zeitpunkt (Expiry Date) zu kaufen. Dabei muss er aber dem Issuer eine Prämie zahlen, damit dieser bereit ist, das Risiko eines Verlustes einzugehen. Nehmen wir nun an, dass der Verkäufer mit dem Käufer übereingekommen ist, ihm 100 Einheiten einer bestimmten Ware zu je €10 zu überlassen. Wenn nun beim ausgemachten Zeitpunkt oder bis zu einem Ablaufdatum, der Kurs der Ware bei nur €5 pro Einheit steht, also niedriger als zuvor, wird der Käufer den Kauf nicht tätigen, da er dann um €5 mehr für jede Einheit zahlen müsste, als sie zur Zeit wert ist. Er verzichtet auf den Kauf und verliert dabei nur seine Prämie (€100). Falls der Kurs der Ware jedoch auf €20 gestiegen ist, so wird er die 100 Einheiten zu je €10 kaufen und erhält somit pro Einheit einen zusätzlichen Wert von €10. Der Gewinn als gesamtes beträgt dann €1000 (100 x €10), wovon noch die Prämie abgezogen werden muss, was einen Gewinn von €900 ausmacht. Dieser Vorgang ist im untenstehenden Diagramm nochmals erläutert. Die Gewinnmöglichkeit des Käufers ist theoretisch unendlich groß, da der Preis ins Unendliche steigen kann. Der Verkäufer wird jeweils nur die Prämie als Gewinn dieser Transaktion verbuchen können.

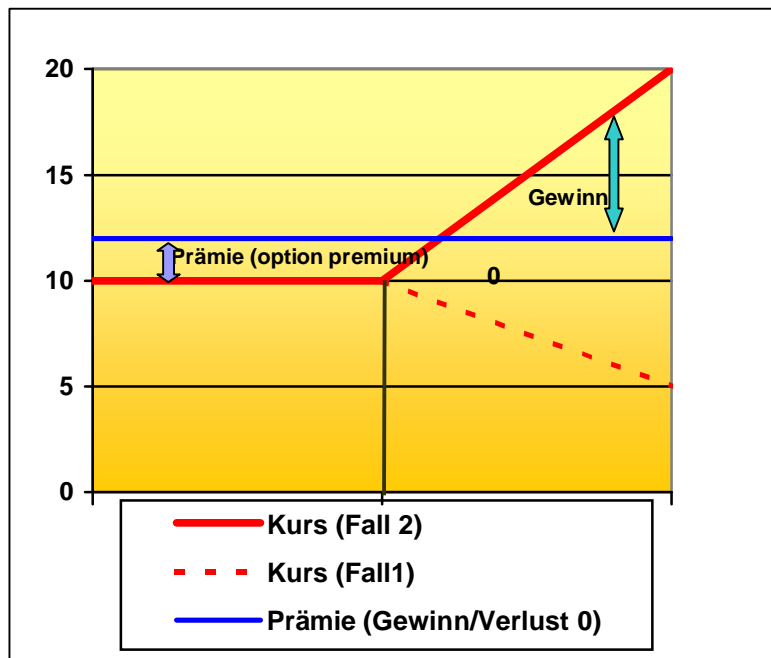


Abb. 2a: Call-Option

Bei **Put-Options** tritt eine gegenteilige Wirkung in Kraft. Hier ist es für den Investor günstig, wenn der Kurs einer Ware fällt. Anhand des vorhergehenden Beispiels sieht dies folgendermaßen aus. Wieder wurde vereinbart, dass 100 Einheiten einer Ware zu je €10 gehandelt werden.

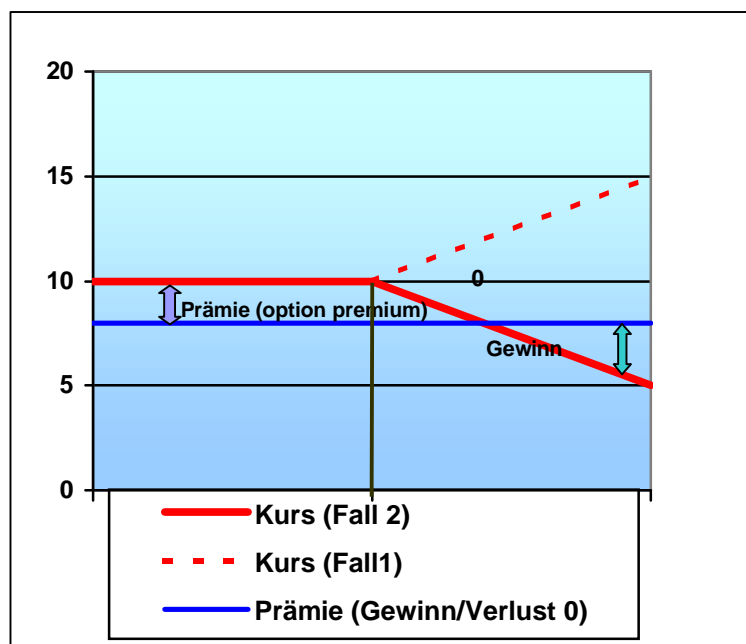


Abb.2a: Put Options

Der Put-Option Holder ist nun berechtigt, diese 100 Einheiten bis zu einem gewissen Datum/ zu einem festgesetzten Zeitpunkt um den festgesetzten Preis zu verkaufen. Nehmen wir nun an, der Kurs steigt wider Erwarten des Put-Option Holders auf €15 so wird er nicht verkaufen und verliert nur die vorher festgesetzte Prämie von €1 pro Einheit (€100). Wenn er trotzdem verkaufen würde, müsste er die Ware zuerst um €15 kaufen, um sie um €10 weiterzuverkaufen, was einen Verlust von €500 mit sich bringen würde. Falls aber der für den Put-Option Holder günstigere Fall eintritt und der Kurs auf €5 fällt, so wird er die Einheiten um je €5 kaufen, hat aber das Recht sie um €10 zu verkaufen, was minus dem Abzug der Prämie einen Gewinn von €400 bedeutet. Diese Put-Options sind besonders dann sehr lukrativ, wenn Gefahr droht, dass der Kurs der jeweiligen Ware ins Bodenlose fällt. Dies war auch bei verschiedensten Transaktionen im Rahmen der Anschläge auf das WTC der Fall, wie noch später erläutert werden soll.

Diese Art der Vorgehensweise ist nicht von vornherein als negativ zu sehen. In vielen Spielen verschafft gute Kombinationsfähigkeit dem Spieler einen Wissensvorsprung, und nicht so Geübte sind erstaunt, wie viel geübtere Spieler über die Verteilung der Karten in den Händen der Spieler sowie über den möglichen weiteren Verlauf des Spiels wissen. In unserer Gesellschaft, so LÜCKER, wird dies nicht als verwerflich gesehen, „solange die Information auch dem Kontrahenten [oder in diesem Falle den Mitspielern] hätte bekannt sein können, [...]“ (LÜCKER, V. 1998:1). Auch RUDOLF bringt folgende Argumentation: „Da eine asymmetrische Informationsverteilung sowohl Ausgangspunkt als auch Resultat vieler wettbewerblicher Prozesse ist, muss das Insiderproblem als nicht existent angesehen werden.“ (RUDOLF, B. 1994: 1337). Er nimmt diese Position aber nur als Ausgangspunkt für eine Diskussion ein, die Insiderhandel nicht unbedingt als „natürlichen Zustand“ definiert. Denn, „Die These, asymmetrische Informationsverteilung sei quasi ein „natürlicher“ Zustand der Ökonomie, und entsprechende Märkte seien daher nicht regelungsbedürftig, ist also im Lichte der Marktversagensgefahr in Zweifel zu ziehen.“ (RUDOLF, B. 1994: 1338).

Das bis jetzt diskutierte Insidertrading schließt in seiner Definition das Verhalten aller Arten von Insidern ein. Nicht jede Art dieses Insidertradings ist jedoch illegal, auch wenn es an einer Börse durch einen Staat oder durch ein freiwilliges Abkommen definiertes sogenanntes „Insiderhandelsverbot“ gibt. Denn der Begriff Insider bezieht sich nur auf die Tatsache des Wissensvorsprungs, jedoch nicht auf die Art, wie dieser

erworben wurde. Die Gründe, warum gewisse Insider mit einem Verbot des Handelns belegt, beziehungsweise dieses Handeln eingeschränkt wurde, sollen im anschließenden Kapitel deutlich gemacht werden.

3) Insidertrading – natürliche Begleiterscheinung oder Übel?

Schon das späte Einsetzen der Forderung nach gesetzlichen Regelungen vor allem im europäischen Raum (vgl. LÜCKER, V. 1998:7) und die Schwierigkeit ihrer Durchsetzung, wie etwa das Beispiel der Schweiz zeigt (vgl. KÜMIN, S. 2000), machen deutlich, dass Insidertrading ein umstrittenes Feld ist, das nicht von allen als ausschließlich negativ gesehen wird. In der Literatur werden immer wieder starke Positionen von Befürwortern und Gegner des Insidertradingverbots gegenübergestellt, deren Argumente schon deshalb teilweise etwas entkräftet werden, da dieses Gebiet ein noch wenig erforschtes und sehr undurchsichtiges ist.

Folgende grundsätzliche Überlegungen sollen einige Für und Wider des Insidertradings aufzeigen. Dabei ist jedoch zu beachten, dass viele dieser Hypothesen nur theoretisch ausgefeilt wurden, empirisch jedoch bis jetzt nicht zu beweisen waren, wie immer wieder in der Literatur ausgewiesen wird (vgl. KRAUEL, W. 2000: 18).

3.1. Vorteile des Insidertradings

Eine effektive Allokation kann nur stattfinden, wenn sich sämtliche Informationen über ein Unternehmen im Börsenkurs widerspiegeln (KRAUEL, W. 2000: 20). Dabei geht man, einige für diese Betrachtung nicht relevanten Beeinflussungen weglassend, von einem einfachen Grundmechanismus aus, der den Kurs eines Wertpapiers am Markt bestimmt:

„Jede neue Information wird von den Marktteilnehmern in Anbetracht der ihnen ansonsten verfügbaren Informationen beurteilt und jeder formt so eine individuelle Entschätzung über den Wert eines Papiers. An der Börse treffen die Marktteilnehmer mit ihren unterschiedlichen Bewertungen zusammen und bilden durch Angebot und Nachfrage den Kurs des Wertpapiers.“
(KRAUEL, W. 2000:22).

Es wird jedoch aufgrund des „free riding“ Risikos, bei dem Informationen eines Unternehmens von anderen zu dessen Nachteil genutzt werden und so bei ihrer Publikation schon an Wert verlieren, kaum zu einer freiwilligen Herausgabe aller Informationen eines Unternehmens kommen. Eine Verpflichtung würde ebenfalls den Markt stören, da es zu einer Einschränkung vor allem im Bereich der Innovationen kommen könnte. Die Informationen könnten jedoch durch Insidertrading am Markt wiedergespiegelt werden, wodurch sich mehr Allokationseffizienz ergibt. Dieses Argument findet sich bei KRAUEL (vgl. KRAUEL, W. 2000:20ff) und auch RUDOLF stellt diese These als fast unumstritten hin (vgl. RUDOLF, B. 1994: 1342).

Damit aber die soeben angesprochenen positiven Auswirkungen zutreffen, muss eine Reihe von Voraussetzungen gegeben sein: Der Insider muss die Informationen „erfolgreich“ verwerten, so dass es zu einer Anpassung an den „wahren“ Wert eines Wertpapiers kommt und die nicht-veröffentlichten Informationen wiedergespiegelt werden. Für den Insider ist es jedoch auch von Vorteil, seinen Wissensvorsprung möglichst lange „unentdeckt“ zu halten, was zu einer Verzögerung der Widerspiegelung führen kann. Aufgrund verschiedenster anderer Hindernisse und Mechanismen ist das Argument der Allokationseffizienz somit nur für nicht-veröffentlichbare Informationen, und hier nur bis zu einem gewissen Grad zutreffend, sonst ist es umstritten (KRAUEL, W. 2000:31).

OEHLER hat zu dieser Thematik eine Serie von Finanzmarktexperimenten analysiert. Im Rahmen dieser Experimente hat man an den Universitäten Bamberg und Hagen in den Jahren 1998 und 1999 das Geschehen an der Börse mit einer Kleingruppe von 15 Teilnehmern simuliert. Auch wenn dies sicherlich eine Vereinfachung darstellt, so sind doch allgemeine Tendenzen, die auch auf größere und komplexere Börsenbedingungen umlegbar sind, erkennbar. Er widerspricht ebenfalls dem Argument der gesteigerten Informationseffizienz durch Insidertrading: „Die Informationseffizienz- [...] – stieg entgegen den Erwartungen nicht. Zwar waren Insider im Mittel erfolgreicher als nicht-informierte Marktpartner, ihr zusätzliches (Insider-)Wissen schlug sich jedoch kaum in „besseren“ Kursen nieder.“

Von MANNE wurde weiter das Argument vorgebracht, Insiderhandel sei als Anreiz für Manager und jene Mitarbeiter, die an Schlüsselstellen des Unternehmens sitzen, zu sehen und könnte auch als eine Form der Entlohnung verwendet werden. Die Unternehmensführung werde motiviert, positive Ergebnisse zu produzieren, um diese dann als erste nutzen zu können. Doch wird diese Idee von verschiedensten Wirtschaftsexperten wie KRAUEL oder VÖLKER skeptisch betrachtet. KRAUEL

kommt zu keiner klaren Bewertung: „Aus den obigen Ausführungen ergibt sich, dass eine vollkommene Freigabe des Insiderhandels nicht zu einer Verbesserung des Agenturproblems führen kann. Eine Entscheidung in dieser Hinsicht ist aufgrund theoretischer Überlegungen kaum zu treffen, empirisch hingegen weder zu belegen noch zu widerlegen.“ (KRAUEL, W.: 2000: 41). VÖLKER sieht das Hauptproblem folgendermaßen:

„Nicht das Interesse am Erfolg des Unternehmens wird geweckt, sondern an der Schaffung kursrelevanter Nachrichten, die nicht zwingend mit dem Aufstieg des Unternehmens einherzugehen brauchen. [...] Ein richtig „erfolgreicher“ Manager wäre derjenige, dem es gelänge, auf jede gute Nachricht eine schlechte folgen zu lassen, um so die Berg- und Talfahrt des Kurses durch entgegengesetzte Transaktionen geradezu „auszuschlachten“. (VÖLKER 1998: 16).

Auch das verwandte Argument, dass Insiderhandel dazu dienen könnte, die Risikobereitschaft eines Unternehmers zu testen, ist umstritten. RUDOLF sieht darin die Gefahr einer zu hohen Risikobereitschaft, die auch zu Differenzen zwischen dem Management und den Anteilseignern führen könnte: „Die Erlaubnis, Insidergewinne vereinnahmen zu können, wird also auch dann nicht notwendigerweise zu einer mit den Interessen der Aktionäre kompatiblen Geschäftspolitik führen, [...]“ (RUDOLF, B. 1994:1344).

RUDOLF bringt darüber hinaus noch ein von KING und ROELL in einem Modell gezeigtes Argument, dass ein gewisser Anteil von Insidern sich durchaus sehr positiv auf das Marktgeschehen auswirkt, indem er zu einem positiven Spread führt. Dieser Spread (Geld-Brief-Spanne) erfülle die Aufgabe einer Börsenumsatzsteuer, die ohne Insidertrading völlig entfallen würde. Doch auch hier gibt es viele Einschränkungen zu beachten. Ist dieses Modell wirklich aussagekräftig? Würde ein Insiderhandelsverbot den Anteil der Insider überhaupt auf null senken? Steigt durch fehlende Insider unbedingt die Sicherheit des Marktes? (vgl. RUDOLF, B. 1994: 1340).

3.2. Nachteile und Gefahren des Insider-tradings

Es sei einfach nicht „ehrlich, fair, ethisch richtig und moralisch zu vertreten“, dass manche mehr Zugang zu Wissen haben, als andere. Diese emotionale **Argumentation des „Unrechts“** aus ethischer Sicht wird häufig als erstes Argument gegen Insidertrading vorgebracht. LÜCKER stellt zum Beispiel in Frage, ob das Verhalten von Insidern „noch den Grundsätzen einer fairen Marktwirtschaft entspricht.“

(LÜCKER, V. 1998:2). Die Grundfrage dabei ist, ob und für welche Gruppen sich ein Schaden ergibt, wenn Insiderhandel am Markt stattfindet, und in welcher Weise man Insidertrading als Wirtschaftskriminalität definieren kann.¹ RUDOLF bezeichnet diesen Diskurs als vorwiegend juristischer Natur, da er in ökonomischen Abhandlungen zu dem Thema weitgehend fehle, „weil übergeordnete Maßstäbe der Fairness bzw. der Ehrenhaftigkeit fehlen.“ (RUDOLF, B. 1994: 1341)

Diese nach Vorwurf klingende Feststellung scheint etwas hart, denn die eigentliche Unterscheidung besteht eher im Fokus der jeweiligen Diskurse. Während die Argumentation über Fairness des Insiderhandels das Individuum in den Mittelpunkt stellt, so konzentriert sich die ökonomische Diskussion vorwiegend auf den Markt als gesamtes. Mehr noch, da man „seit Manne [... argumentiert], Insiderhandel am anonymen Kapitalmarkt sei ein „victimless crime“ (RUDOLF, B. 1994: 1341). Denn der Insider schädigt durch seinen Gewinn nicht direkt andere.

Wenn es auch Modelle gibt, die nachweisen, dass kein direkter Schaden für Nicht-Insider entsteht, so darf man nicht erwarten, dass diese dazu führen, dass Anleger nicht doch auf Anzeichen von Insidertrading reagieren. Hier liegt das größte Problem des Insidertradings, das oft als gewichtigstes Argument dagegen angesehen wird. Es ist dies die Verunsicherung des Marktes, die sich durch das Handeln von Insidern ergeben kann und für die es zahlreiche Indizien gibt: „[d]ie ohnehin den Berufsbörsianern informell unterlegene breite Masse der „Normalanleger“ könnte sich durch den Insiderhandel vom eigentlichen Börsengeschehen gänzlich ausgeschlossen fühlen und so vom erforderlichen und erwünschten Anlageverhalten abgehalten werden.“ (LÜCKER, V. 1998:2). Dies klingt auf den ersten Blick so, als würde sich „Normalanleger“ nur trauen, in diesem Spiel mitzuspielen, wenn es durch Regeln abgesichert ist. Inwieweit aber spielt diese Verunsicherung eine Rolle?

Der Rat der Europäischen Gemeinschaften schätzt diese Rolle als sehr hoch ein und wertet sie als grundlegendes Argument für sein Eingreifen und seine Forderung nach einheitlichen Bestimmungen auf diesem Gebiet:

„Das reibungslose Funktionieren dieses Marktes hängt weitgehend von dem Vertrauen der Anleger ab. Dieses Vertrauen beruht unter anderem auf der den Anlegern gegebenen Zusicherung, dass sie gleichgestellt sind und dass sie gegen die unrechtmäßige Verwendung einer Insider-Information geschützt werden.“ (Richtlinie 89/592/EWG des Rates 1989:1).

¹ Für eine Definition von Wirtschaftskriminalität siehe LÜCKER, V. 1998: 2.

OEHLER kann dies aufgrund der vorliegenden Ergebnisse der Finanzmarktexperimente (Universitäten Bamberg und Hagen) bestätigen: „Sehr deutlich war hingegen die Reaktion der Nicht-Insider auf die Insider: In ihrer Gesamtheit stellten sie „vorsichtigere Orders. Die Folge: die Marktliquidität sank deutlich.“

RUDOLF bringt noch weitere Argumente. Die Akerlofsche These besagt, dass aufgrund einer „assymetrischen Informationsverteilung“ (hidden information) ein Marktversagen bzw. im extremsten Fall ein Marktzusammenbruch hervorgerufen werden kann. Dies geschieht dadurch, dass Käufer nur mehr bereit sind, Waren von Durchschnittsqualität kaufen, und somit Waren von höchster Qualität nicht mehr am Markt gehandelt werden, da sie aufgrund mangelnder Information diese Qualität nicht genug transparent zu machen fähig sind. Weiters wurde gezeigt, dass ein Insiderhandelsverbot sich sogar, aufgrund der gebesserten Marktlage, auf die Insider selbst positiv auswirken kann (vgl. RUDOLF, D. 1994: 1338). Dabei sei aber zu beachten, dass sich die Akerlofsche These nicht nur auf Wissensvorsprung bezieht, der durch das Insiderverbot verschwinden würde, sondern auf jede Art von Wissensvorsprung, der in einem Markt durchaus, wie bereits oben diskutiert, seine Berechtigung hat.

Die negativen Auswirkungen einer Verunsicherung des Marktes wären somit spürbar in einer gesenkten Marktaktivität von „Outsidern“. Diese könnte sich sogar in einer verminderten Allokationseffizienz niederschlagen, da auch Outsider Informationen zur Verfügung stellen (vgl. RUDOLF, B. 1994: 1342). Die größte Auswirkung dieser gesenkten Marktaktivität sehen die Wirtschaftsexperten jedoch darin, dass die Marktliquidität drastisch gesenkt wird. Gesenkte Marktliquidität führt aber dazu, dass der Spread, wie bereits oben erklärt, sich erweitert. Auch die Risikoprämien werden hinaufgesetzt, da mit einer höheren Volatilität der Kurse gerechnet wird. Das Niveau der Kurse als gesamtes fällt, was auch einen Verlust an Investitionskapital für die Unternehmen bedeutet.

Auch die US-amerikanischen Stellen sind davon überzeugt, dass das Vorgehen gegen Insider wesentlich zum Erfolg einer Börse beiträgt:

„Fairness is a major issue. Even though it sounds simplistic, it is a critical factor and one that is absent, really to a surprising degree in many of the sophisticated foreign markets. ... The common belief in Europe that certain investors have access to confidential information and regularly profit from that information may be the major reason why comparatively few Europeans actually own stock.“ (NEWKIRK, T. 1998: 3).

4) Gesetzliche Grundlagen der Insiderhandelsverbote

Nach dieser Argumentation haben sich verschiedene Staaten und überstaatliche Organisationen entschieden gegen das Insiderproblem vorzugehen. Dabei wurde aber aus ökonomischer Argumentation nur gegen eine bestimmte Gruppe von „Insidern“ eine Restriktion des Handels vorgeschrieben.

„Gegen ein Verbot des Handels auf der Basis von „Marktwissen“ spricht aber, dass gerade die Marktinsider die Funktion haben, diffus verstreute oder schwer zu analysierende Informationen zu sammeln, zu verarbeiten und zu verwerten, [...]“ (RUDOLF, B. 1994: 1345). Gleicher Zugang zu Informationen für alle ist das entscheidende Kriterium – „equal access to information rule“. Dadurch sind Marktinsider im Gegensatz zu Unternehmensinsidern vom Insiderhandelsverbot nicht betroffen. Wiederum gilt der Grundsatz – nicht Wissensvorsprung allein ist strafbar, sondern Wissensvorsprung, den andere sich nicht erarbeiten konnten.

4.1.) US – Law

Auch in den USA muss man somit begrifflich zwischen legalem und illegalem Insidertrading unterscheiden. Die Überwachung der Einhaltung dieser Grenze unterliegt der SEC (*U.S. Securities and Exchange Commission*). Schon in den 1930er Jahren hat man, als Reaktion auf den Börsenzusammenbruch von 1929, Schritte unternommen, um gegen „Missbrauch“ jeder Art an der Börse vorzugehen und so eine Wiederholung der Katastrophe zu verhindern. 1933 wurde vom Kongress der *Securities Act* erlassen, ein Jahr später folgte der *Securities Exchange Act*. In letzterem wird Insidertrading in Section 16b explizit für illegal erklärt:

„Section 16 (b) prohibits short-swing profits (profits realized in any period less than six months) by corporate insiders in their own corporation's stock, except in very limited circumstance. It applies only to directors or officers of the corporation and those holding greater than 10% of the stock and is designed to prevent insider trading by those most likely to be privy to important corporate information.“ (NEWKIRK, T., 1998:4).

Weiters wird nochmals genauer ausgeführt, worin illegales Insidertrading besteht:

“Illegal insider trading refers generally to buying or selling a security, in breach of a fiduciary duty or other relationship of trust and confidence, while in possession of material, nonpublic information about the security. Insider trading

violations may also include "tipping" such information, securities trading by the person "tipped," and securities trading by those who misappropriate such information." (NEWKIRK, T., 1998:5).

Wie kann man sich nun etwaigen Vorwürfen entziehen, ohne vom Handel ausgeschlossen zu sein? Dies wird durch das Prinzip der *Disclose or Abstain Rule* erlaubt. Diese legt fest, dass Insider und jene, die man als *Temporary Insider* oder *Constructive Insider* bezeichnet, weil sie nur quantitativ und qualitativ bzw. zeitlich beschränkten Zugang zu Informationen haben, entweder ihre Informationen der Öffentlichkeit preisgeben, oder vom Handel Abstand nehmen müssen.

4.2. Europäische Union

„Im Jahre 1989 hat der Rat der Europäischen Gemeinschaft eine Richtlinie zur Regelung des Insiderhandels in den Mitgliedstaaten erlassen. Hiermit kam eine Entwicklung zum Abschluß, die schon im Jahre 1970 ihren Anfang genommen hatte.“ (KRAUEL, W. 2000: 206).

Im Vergleich zu den Vereinigten Staaten Amerikas, hat die Besorgnis und das Bewusstmachen des Insiderproblems relativ spät eingesetzt. In Deutschland wurden erstmals 1994 mit dem Erlaß des zweiten Finanzmarktförderungsgesetzes durch den Bundestag Strafvorschriften gegen Insider im Wertpapierhandelsgesetz festgelegt. (vgl. Lücker, V. 1998: 4). Es herrschen aber unterschiedlichste Bedingungen bezüglich Insidertrading in den Europäischen Ländern, was eine Zusammenarbeit erschwert. So ist es ein definiertes Ziel der EU, die Bedingungen zu vereinheitlichen. Der Rat der Europäischen Gemeinschaften hat 1989 unter Vorsitz von P. BÉRÉGOVOY die Richtlinie zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte erlassen. Diese legt einige grundlegende Verbote von Insidertrading fest. Eine Insider-Information ist definiert als „eine nicht öffentlich bekannte präzise Information, die einen oder mehrere Emittenten von Wertpapieren oder ein oder mehrere Wertpapiere betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieses Wertpapiers oder dieser Wertpapiere beträchtlich zu beeinflussen.“ (Richtlinie 89/592/EWG des Rates 1989:2). Im Artikel 2 ist weiters genau festgelegt, wer als Insider zu gelten hat. Auch hier liegt die Betonung darauf, dass die Verwertung eines Wissensvorsprungs nicht generell zu verurteilen ist, da dies ja im Aufgabenbereich vieler betroffener Personen wie etwa Emittenten liegen würde. Bestimmend ist wieder,

wie die Information erlangt wurde und wie sie verwertet wird. Auch die Weitergabe von Insiderinformationen an Dritte ist nicht generell strafbar, denn dies würde auch die Mitglieder von Verwaltungs- oder Aufsichtsorgane miteinschließen, die ja durch diese Weitergabe von Informationen nur ihre Aufgabe erfüllen und die somit vom Verbot auszunehmen sind: „Jeder Mitgliedstaat untersagt den Personen, [...], diese Insider-Information an einen Dritten weiterzugeben, soweit dies nicht in einem normalen Rahmen in Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder in Erfüllung ihrer Aufgaben geschieht;“ (Richtlinie 89/592/EWG des Rates 1989:3).

Diese Richtlinie ist für alle Mitgliedstaaten als verbindlich anzusehen. So ist jeder Mitgliedstaat aufgefordert, eigene Verwaltungs- und Kontrollstellen einzurichten und die Überwachung der Einhaltung der Richtlinie zu garantieren. Auch die Strafen für Übertretungen der Richtlinie bestimmt jeder Mitgliedstaat selbst. Es steht jedoch jedem Staat frei, darüber hinaus noch strengere Vorschriften zu erlassen.

6.3. Gesetzliche Lage in Österreich

Primärinsider – Sekundärinsider

In Österreich ist das Verbot des Insiderhandels im Börsengesetz festgelegt. Auch hier sind nicht Marktinsider, sondern Unternehmensinsider sowie deren Sekundärinsider mit einem Handelsverbot belegt, denn die Definition des Begriffs „Insider“ im engeren, vom Gesetz betroffenen Sinn lautet folgendermaßen:

(3) Insider im Sinne des Abs. 1 ist, wer auf Grund seines Berufes, seiner Beschäftigung seiner Aufgaben oder seiner Beteiligung am Kapital des Emittenten zu der im Abs. 1 erwähnten Information Zugang hat.

Die weiteren rechtlichen Bestimmungen legen fest, in welchen Fällen eine strafbare Handlung des in (3) definierten Insiders vorliegt. Dabei ist hervorzuheben, dass sich nicht nur jene, die Insiderinformationen zu ihrem eigenen Vorteil ausnützen, strafbar machen. Allein die Weitergabe von Insiderinformationen reicht aus, um eine legale Grenze zu überschreiten.

§ 48a. (1) Wer als Insider eine Information über eine bestimmte vertrauliche Tatsache, die mit einem Wertpapier oder einem Emittenten im Zusammenhang steht und die, wenn sie in der Öffentlichkeit bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs des Wertpapiers erheblich zu beeinflussen, im Wertpapierhandel mit dem Vorsatz ausnützt, sich oder einem Dritten einen Vermögensvorteil zu verschaffen, indem er

1. solche Wertpapiere kauft, verkauft oder einem Dritten zum Kauf oder Verkauf empfiehlt oder
2. eine Information der erwähnten Art, ohne dazu verhalten zu sein, einem Dritten zugänglich macht,

ist vom Gericht mit Freiheitsstrafe bis zu zwei Jahren oder mit Geldstrafe bis zu 360 Tagessätzen zu bestrafen.
(BGBl 1993/529-567)

Sekundärinsider sind ebenfalls strafbar, wenn:

(2) Wer, ohne Insider zu sein, wissentlich eine Information im Sinne des Abs. 1, die er mitgeteilt erhalten oder in Erfahrung gebracht hat, im Wertpapierhandel dazu ausnützt, sich oder einem Dritten einen Vermögensvorteil zu verschaffen, indem er solche Wertpapiere kauft oder verkauft, ist vom Gericht mit Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder mit Geldstrafe bis zu 360 Tagessätzen zu bestrafen.

Ähnlich der *Disclose or Abstain Rule* der Vereinigten Staaten Amerikas legt die Ad-hoc-Publizitätspflicht, siehe § 82 Abs. 6 BörseG, fest, dass Emittenten von Wertpapieren sämtliche ad-hoc-pflichtige Daten veröffentlichen müssen, sofern die Wertpapiere zum amtlichen Handel oder zum geregelten Freiverkehr zugelassen sind. Ad-hoc-pflichtige Informationen sind alle kursrelevanten Informationen von Unternehmen. Diese Pflicht wird von der Bundeswertpapieraufsichtsbehörde überwacht. Dies betrifft alle Wertpapiere die im amtlichen Handel, im geregelten Freiverkehr oder an einem geregelten Markt in einem der EWR-Mitgliedsstaaten gehandelt werden; börslicher und ausserbörslicher Handel sind hiermit überwacht. (vgl. BWA, 38).

Um den Insiderhandel schon im Vorfeld einzuschränken, wurde von der Bundeswertpapieraufsicht die Emittenten-Compliance-Verordnung erlassen, die mit 1. April 2002 in Kraft getreten ist. Compliance kommt vom englischen „to comply with“ (= einer Sache nachkommen) und bedeutet hier „Handeln im Einklang mit dem geltenden Recht“, in diesem Falle vor allem mit dem Börsengesetz. (FINANZMARKT ÖSTERREICH, Bericht 1995). Diese Emittenten-Compliance-Verordnung ist eine Verordnung, die zusätzlich zu den Aufgaben der Emittenten die Hintanhaltung der Insidergeschäfte erreichen soll. Im selben Zug wurde auch für Versicherungen der neu

überarbeiteter Standard-Compliance-Code der österreichischen Versicherungswirtschaft herausgegeben.

Weiters vorgeschrieben ist die Einhaltung der Meldepflicht durch Kreditinstitute und Wertpapierfirmen. Diese im § 10 WAG festgelegte Pflicht verlangt von den oben genannten Stellen, alle Transaktionen, die in Wertpapieren und Derivaten getätigt wurden, zu melden. Sie wird von der Markt- und Börsenaufsicht überwacht. Nach einer Analyse der gemeldeten Transaktionen kann man entscheiden, ob ein Missbrauch von Insiderinformationen oder andere Verstöße gegen die Gesetze des Handels mit Wertpapieren vorliegt.

Die BWA wurde 1996 durch das damals neu erlassene Wertpapiergesetz errichtet. Seit 1. April 2002 ist die Wertpapieraufsicht nun Teil der neu instituierten Finanzmarktaufsichtsbehörde (FMA). Neben der Wertpapieraufsicht umfasst die FMA auch Versicherungs-, Pensionskassen- und Bankenaufsicht. Diese Allfinanzbehörde ist definiert als unabhängige Aufsichtsbehörde unter parlamentarischer Kontrolle. Verschiedene Entwicklungen haben diese Zusammenfassung von Aufsichten notwendig gemacht. Darunter sind vor allem Basel I und Basel II zu zählen, aber auch generelle Tendenzen wie die zunehmende Globalisierung, die auch auf den Finanzmärkten deutlich zu spüren ist, machen die Notwendigkeit dieses Schrittes deutlich.

Die BWA ist jedoch nicht nur für die Aufdeckung von illegalem Insidertrading, das von österreichischen Unternehmensinsidern durchgeführt wird, zuständig. Die Zusammenarbeit mit ähnlichen Organisationen anderer Staaten gehört ebenso zu ihren Pflichten. Durch das Wertpapieraufsichtsgesetz von 1996 wurden wichtige europäische Richtlinien in Österreich umgesetzt. Dazu zählen vor allem die Investment Services Directive und die Insider Directive.

Die wichtigsten Organisationen dieses Austausches, an denen auch die FMA teilhat sind die International Organization of Securities Commissions (IOSCO), das Committee of European Securities Regulators (CESR) und die von der Europäischen Kommission instituierte Expertengruppe. Die Informationsweitergabe an Drittstaaten kann ebenfalls stattfinden. Es können, um diesen Informationsaustausch auch vertraglich abzusichern, Memoranda of Understanding abgeschlossen werden, die einen Informationsaustausch begünstigen. Ungarn, Tschechien, Polen, Kroatien und seit 2002 auch Slowenien zählen zu den Vertragspartnern.

6.2. **Vorfälle, Relevanz**

„Aus den vorhandenen Zahlen ergibt sich die Frage, ob es sich bei dem Insiderhandel um ein primär US-amerikanisches Problem handelt. ... Eine Bewertung der unterschiedlichen Zahlen muss [jedoch] im Lichte des unterschiedlichen Verfolgungsinstrumentariums der jeweiligen Länder gesehen werden. Während es sich in den Vereinigten Staaten bei der SEC um eine personell wie materiell sehr gut ausgestattete Behörde mit erheblichen Erfahrungen handelt, sind die vergleichbaren europäischen Institutionen zum Teil kleine und schlecht ausgestattete oder sich noch im Aufbau befindliche Stellen.“ (KRAUEL, W. 2000:19)

Auch die Direktion der österreichischen Bundeswertpapieraufsicht weist auf die vielen Problembereiche hin, die eine erfolgreiche gerichtliche Verfolgung von Insider, die das Gesetz übertreten, sehr schwierig macht. „Die Gründe [,so die Direktion] dafür sind bekannt: ausschließlich gerichtliche Strafbarkeit ohne die Möglichkeit von Verwaltungsstrafverfahren; Schwierigkeit des Nachweises der Absichtlichkeit des Insiders; mangelnde Befugnisse der Überwachungsbehörden, auf die Vermittlungsprotokolle der Telefongesellschaften zu greifen.“ (BWA 2001: 6). Und man verbucht es als Erfolg, dass im vergangenen Jahr erstmals seit Bestand der BWA zwei Insider verurteilt werden konnten.

7.2. Beispiel 911 – WTC attack

Die Debatte um die Insidergeschäfte, die im Hintergrund des WTC Anschlags standen, wurde entfacht als die FTW am 9. Oktober einen Artikel herausbrachte, der Anschuldigungen des Herzliyya Institute for Counterterrorism aufbrachte. Laut dieses Artikels wurde schon seit langen, wie auch jetzt wieder durch Meldungen des CIA direkt bestätigt, die Transaktionen an den Börsen von der CIA überwacht, um etwaige terroristische Tendenzen im Vorfeld erkennen zu können.

“Although uniformly ignored by the mainstream U.S. media, there is abundant and clear evidence of a number of transactions in financial markets indicated specific (criminal) foreknowledge of the September 11 attacks on the World Trade Center and the Pentagon.”

Kurz vor dem Anschlag wurde von Einzelpersonen hohe Anzahl von put-Optionen gekauft. Die davon am meisten betroffenen Unternehmen waren: United sowie American Airlines, Axa Re (Versicherung), Munich Re (Versicherung), Merrill Lynch (Investment), Morgan Stanley Dean Witter & Co. (Investment). Das Israeli Herzilyya International Policy Institute for Counterterrorism hat am 21 September einen Artikel veröffentlicht, der folgende Informationen auflistete:

- „Between September 6 and 7, the Chicago Board Options Exchange saw purchases of 1,744 put options on United Airlines, but only 396 call options ... Assuming that 4,000 of the options were bought by people with advance knowledge of the imminent attacks, these “insiders” would have profited by almost \$ 5 million.
- On September 10, 4,516 put options on American Airlines were bought on the Chicago exchange, compared to only 748 calls. Again, there was no news at that point to justify this imbalance;... Again assuming that 4,000 of these options trades represent “insiders”, they would represent a gain of about \$ 4 million.” (www.)

Dabei ist hervorstreichend, dass diese Unausgeglichenheit zwischen Put und Call-Options an der Chicago Exchange nur bei diesen zwei Airlines auszumachen war zu dieser Zeit, und dass die Anzahl der Put-Options sechs mal höher war als normal.

In der untenstehenden Tabelle sollen noch weitere Beispiele für auffällige Transaktionen erläutert werden.

Unternehmen	Call-options	Put-Options	Zunahme der Put-Options	Geschätzte Anzahl der von „Insidern“ gekauften Anteile/ geschätzter Gewinn
United Airlines	396	4744	540%	4000/ \$5
American Airlines	748	4516	880%	4000/ \$4
Morgan Stanley Dean Witter&Co		2157 (in den 3 Tage davor)	2 570%	2,000/ \$1,2
Merrill Lynch&Co		12215 (in den 4 Tagen davor)	1 200%	11000/ \$5.5

7. Schlussbetrachtung

Insidertrading ist ein sehr weitläufig und nicht sehr genau zu definierendes Feld, bei dem es eine unscharfe Grenze zwischen legalen und illegalen Transaktionen gibt. Obwohl Handelsverbote für eine gewisse Gruppe von Insidern und auf der Basis genau festgelegter Informationen definiert sind, so lässt doch die Formulierung einen gewissen Spielraum und „Insidertransaktionen“ direkt nachzuweisen ist oft eine schwierige Aufgabe.

Vor allem aufgrund der immer wieder als erstes und wichtigstes Argument genannten Verunsicherung des Marktes durch Insidertransaktionen gibt es in den USA seit den 30er, in Europa seit den 70er Jahren Bestrebungen hier das Feld für solche Aktionen einzuschränken. Von der Europäischen Union aber auch von anderen internationalen Stellen wird eine Vereinheitlichung der Richtlinien sowie eine vermehrte Zusammenarbeit der einzelnen Staaten angestrebt.