

Effektenhandel durch Insider*

Privatdozent Dr. Peter Forstmoser, Rechtsanwalt, Benglen/ZH

Inhalt

- I. Rechtstatsächliches
 1. Insiderhandel in der Schweiz
 2. Zwei Beispiele aus dem Ausland
- II. Die Verwerflichkeit der Ausnützung von Inside-Information
- III. Die rechtliche Behandlung von Insidergeschäften nach geltendem schweizerischem Recht
 1. Fehlen einer spezifischen Regelung
 2. Die Beurteilung nach allgemeinen Rechtsnormen
- IV. Hinweise zum ausländischen Insiderrecht
 - A. Die Regelung in den Vereinigten Staaten
 1. Uebersicht
 2. Die rule 10 b—5 als Grundlage für eine umfassende Unterbindung unlauterer Insidergeschäfte
 3. Section 16 (b) als «crude rule of thumb» mit begrenzter Zielsetzung
 - B. Lösungen im europäischen Raum
 1. Grossbritannien
 2. Frankreich
 3. Deutschland
 4. Ansätze zu einem Insiderrecht für den europäischen Rechtsraum
 - C. Zusammenfassung und Hinweis auf rechtspolitische Tendenzen
- V. Regelungsvorschläge für die Schweiz
 1. Bisherige Vorstösse
 2. Wünschbarkeit und Zielsetzung einer künftigen schweizerischen Ordnung
 3. Verbesserte Firmenpublizität als wirksamer Damm gegen Insidergeschäfte
 4. Spezifisches Insiderrecht

Die nachfolgenden Ausführungen sollen einen Problemkreis beleuchten, der von der schweizerischen Rechtswissenschaft bisher wenig beachtet worden ist: den des *börslichen und ausserbörslichen Insiderhandels und seiner rechtlichen Regelung*¹.

* Stark ergänzte Fassung eines Vortrages, gehalten am 19.11.1973 vor dem Bernischen Juristenverein. Stand der Bearbeitung: 15.11.1973. — Meinem Freund, Herrn cand. iur. Max Bühler, bin ich für eine kritische Durchsicht des Entwurfes und für wertvolle Anregungen zu grossem Dank verpflichtet. Verschiedene tatbeständliche Hinweise verdanke ich Herrn Dr. Paul Klügl.

¹ In der schweizerischen *Wirtschaftspresse* ist auf diesen Fragenkomplex wiederholt eingetreten worden; vgl. insbesondere Pm. (Heinz Portmann): Börseninsider, NZZ Nr. 181 vom 23.3.1969, 33; H.A. (Hans Apt): Fusionen und strapazierte Aktionärsinteressen, NZZ Nr. 133 vom 31.3.1971, 17; Werner Leibacher: Haben an der Börse

Ausgegangen wird von rechtstatsächlichen Hinweisen zur Situation in der Schweiz und der Darstellung von zwei typischen ausländischen Insiderfällen (I.). Daran schliesst eine wertende Betrachtung der Ausnützung von Inside-Information an (II.). Es folgt eine Uebersicht über die Regelung nach geltendem Recht in der Schweiz (III.) und über Lösungen und Lösungsversuche im Ausland (IV.), und schliesslich werden rechtspolitische Vorschläge zur Diskussion gestellt (V.).

I. Rechtstatsächliches

1. Insiderhandel in der Schweiz

Insiderfälle — provisorisch zu umschreiben als Wertpapierkäufe und -verkäufe aufgrund vertraulicher Informationen — sind in den letzten Jahren in der Schweiz wiederholt registriert worden:

Als besonders krasser Fall von Insidermissbrauch wird der Handel mit Aktien des Basler Farbstoffunternehmens *Durand & Huguenin AG* vor der Bekanntgabe einer Uebernahmeofferte durch die *Sandoz* im Frühjahr 1969 genannt. «Auf Grund von Insideroperationen stieg der Kurs innert weniger Wochen von 2900 auf 9200 Franken, wobei er allein an den sieben Handelstagen zwischen dem 24. Februar und dem 4. März von 3700 auf 8200 Franken empor-schnellte!»².

In der Vorwoche vor der Umtauschofferte der *Brown Boveri & Cie* (BBC) an die Aktionäre der *Maschinenfabrik Oerlikon* (MFO) im Jahre 1967 nahm die Aktie der MFO «einen Aufschwung von 630 auf 730 und erreichte am Vormittag der Pressekonferenz ein Jahreshöchst von 745»³. Das Umtauschangebot lag bei 750. — Vor der Uebernahme von *Sécheron*

wirklich alle die gleichen Chancen? Tages-Anzeiger vom 22.1.1972, 45 f.; «Eine Lösung der Insider-Problematik ist dringlich», Interview mit F. Schmitz, Schweizerische Handelszeitung Nr. 50 vom 13.12.1973, 3. — Dagegen finden sich in der *Rechtsliteratur* nur sehr wenige Hinweise: vgl. H. Herschsohn: Zum Handel mit Aktien seitens Mitglieder der Verwaltung, SAG 44 (1972) 173 ff.; Ernest Klainguti: Die Regelung des Aktienhandels durch Insider im amerikanischen Bundesrecht (Diss. Zürich 1971, weist auf schweizerische Verhältnisse nur am Rande hin); Edwin Wirz: Effektenbörsen und Firmenpublizität (Diss. Zürich 1969, nur einzelne Bemerkungen zum Insiderproblem). — Einen umfassenden *internationalen Ueberblick* vermitteln neuerdings Klaus J. Hopt / Michael R. Will: Europäisches Insiderrecht (Münchener Universitätsschriften, Stuttgart 1973), deren Werk namentlich auch eine wertvolle Sammlung von Materialien enthält. Zur Situation in der Schweiz vgl. insbesondere 13 ff. (Die vorliegende Arbeit war beim Erscheinen von Hopt/Will weitgehend abgeschlossen).

² Pm. (zit. Anm. 1).

³ Hopt/Will (zit. Anm. 1) 14.

durch die BBC im Jahre 1969 stiegen die Namenaktien der Sécheron in ähnlicher Weise. Der Berichterstatter der Neuen Zürcher Zeitung fand dafür «leider nur eine einzige Erklärung: Insider-Operationen!»⁴. Der Kursanstieg des Sécheron-Namenpapiers sei den vertraulichen internen Orientierungen auf dem Fuss gefolgt.

«Sind wieder einmal Insider am Werk?»⁵ wurde gefragt, als Ende 1970 die beiden *Nestlé*-Titel von einer Hausse erfasst wurden, «die die sonst durch einen breiten und trägen Markt gekennzeichneten Aktien innert Tagen um 10 bis 20 % in die Höhe kapultierte»⁶. Anfangs 1971 zogen die Kurse weiter an, bis am 12. Januar bekannt wurde, dass *Nestlé* die *Ursina-Franck* übernehmen wolle⁷.

Beim soeben erfolgten Uebernahmeangebot der *Alusuisse* an die Aktionäre der *Lonza* stellte die Presse fest, es sei einmal mehr das Klagegedicht über die Insider angebracht, die «wieder einmal auf Kosten des Normalanlegers profitierten»⁸. «Auch diesmal nützten eingeweihte Kreise ihren Informationsvorsprung hemmungslos aus und buchten erhebliche Gewinne»⁹. Die Kurse der *Lonza* Inhaber-Aktien stiegen vom August 1973 bis zur Bekanntgabe des Angebots anfangs November um 34 %, die der Partizipationscheine im gleichen Zeitraum um 55 % und in der Vorwoche vor der Informierung der Öffentlichkeit allein um 23 %.

Diese und weitere Fälle (prononcierte Kursanstiege bei den *Swissair*- und den *Alusuis*namenaktien vor Neuemissionen anfangs 1967¹⁰; anziehende Kurse und hohe Umsätze unmittelbar vor einem günstigen Konversionsangebot für eine Obligationenanleihe der Schweizerischen Bankgesellschaft im Februar 1971¹¹ wurden in den Zeitungen kritisch registriert.

⁴ H.A. (Hans Apt) in NZZ Nr. 694 vom 25.11.1969, 15.

⁵ P.K. (Paul Klügl) in Weltwoche Nr. 1, 1971, 1.

⁶ Ebenda.

⁷ Vgl. Paul Klügl in Weltwoche Nr. 2, 1971, 15.

⁸ wl: Wieder einmal: Insiderprobleme, Schweizerische Handelszeitung Nr. 46 vom 15. 11.1973, 7.

⁹ Paul Klügl in Weltwoche Nr. 45 vom 7.11.1973, 25. Nach der Neuen Zürcher Zeitung muss in diesem Zusammenhang «mindestens am Rande auch wieder die Frage der Insider-Tätigkeit aufgeworfen werden», Gy. B. (Guy Bär) in NZZ Nr. 516 vom 6.11.1973, 9. Vgl. auch Schmitz (zit. Anm. 1).

¹⁰ Vgl. Leibacher (zit. Anm. 1) 45.

¹¹ Vgl. A.I. in Finanz und Wirtschaft Nr. 15 vom 24.2. 1971, 2 sowie nachstehend Anm. 166; siehe in diesem Zusammenhang auch Klügl (zit. Anm. 9), der angesichts der erwähnten «unschönen Insider-Geschäfte» beim Uebernahmeangebot *Alusuisse/Lonza* erklärt: «Bei *Lonza* sind sie (die Insider) ohnehin immer mit schöner Regelmässigkeit dabei gewesen».

Im übrigen fehlen jedoch Hinweise über Art und Umfang von Insidergeschäften vollständig. Allgemein wird eine hohe Dunkelziffer vermutet¹²; mangels jeglicher Publizität wurden bis heute in keinem Fall die näheren Umstände der Öffentlichkeit vorgelegt. Auch künftig wird man wohl bis auf weiteres auf die Indizien angewiesen bleiben, welche sich aus der Kursentwicklung ergeben.

2. Zwei Beispiele aus dem Ausland

Zur Illustration des typischen Sachverhaltes seien daher zwei ausländische Beispiele — beide der überaus informativen amerikanischen Gerichtspraxis entnommen — beigezogen:

a) Dem Fall *Diamond v. Oreamuno*¹³ lag folgender Tatbestand zugrunde:

Eine Gesellschaft betrieb die langfristige Vermietung von Computern. Nach den Standardmietverträgen war sie verpflichtet, für den Unterhalt und allfällige Reparaturen der vermieteten Maschinen aufzukommen. Die Kosten für diese Servicearbeiten stiegen plötzlich sprunghaft an, der Nettoertrag der Gesellschaft sank innerhalb eines Monats um ca. 75 %. — Im Moment, als die Allgemeinheit von diesen Umständen erfuhr, sank der Kurs der Aktien von \$ 28 auf \$ 11. Vor der öffentlichen Bekanntgabe aber hatte eine Reihe von Verwaltungsräten und Direktoren des Unternehmens die Unwissenheit des Publikums ausgenützt, um ihre Aktienbestände zum alten Preis abzustossen und Verluste auf die ahnungslosen Käufer abzuwälzen.

b) Der immer wieder zitierte Paradefall in diesem Bereich ist derjenige der *Texas Gulf Sulphur Co.*¹⁴.

Ein Unternehmen, das sich mit der Ausbeutung von Bodenschätzen befasste, stiess bei einer Sondierbohrung auf vielversprechende Erzvorkommnisse.

¹² Vgl. Hopt/Will (zit. Anm. 1) 15, Fussnote 33, ferner auch Leibacher (zit. Anm. 1).

¹³ 24 N.Y. 2d 494, 301 N.Y.S. 2d 78, 248 N.E. 2d 910 (1969).

¹⁴ SEC v. *Texas Gulf Sulphur Co.*, 401 F. 2d 833 (1968), cert. denied sub nom. *Coates v. SEC*, 394 U.S. 976, 89 S. Ct. 1454, 22 L. Ed. 2d 756 (1969); im deutschen Sprachraum ist dieser leading case namentlich dargestellt bei Klainguti (zit. Anm. 1) 112 ff sowie Hopt/Will (zit. Anm. 1) 6 ff. Bei Hopt/Will auch Angaben über die zahlreichen Folgeprozesse. Der Abklärung der Tragweite dieses Falles sind ganze Seminarerien und umfassende Publikationen gewidmet worden, vgl. namentlich Virginia D. Nordin (Editor): *Emerging Federal Securities Law: Potential Liability* (Ann Arbor 1969) und schon Arthur Fleischer: *Securities Trading and Corporation Information Practices: The Implications of the Texas Gulf Sulphur Proceeding*, 51 *Virginia Law Review* 1271 (1965).

Weitere Bohrungen bestätigten, dass eines der grössten kanadischen Erzlager entdeckt worden war. Der Fund wurde streng geheim gehalten, damit die Gesellschaft die zur Ausbeutung geeigneten Grundstücke zu günstigen Preisen erwerben konnte. Selbst eine Scheinbohrung wurde vorgenommen, und als an der Börse und in Zeitungen gerüchteweise vom Erzfund die Rede war, dementierte die Unternehmensleitung in einer offiziellen Erklärung. — Hatte der Kurs der Aktien von Texas Gulf zu Beginn der Bohrung \$ 18 betragen, so zog er bis zur offiziellen Bekanntgabe der Funde in wenigen Monaten auf über \$ 30 an. Anschliessend stieg er sprunghaft auf \$ 37, einen Monat später lag er bei \$ 58.

Zwischen der ersten Bohrung am 12. November 1963 und der Bekanntgabe des Ereignisses am 16. April 1964 hatten zahlreiche Beteiligte, Angestellte und Verwaltungsräte der Gesellschaft in Ausnutzung vertraulicher Informationen an der Börse sowie Aktien zusammengekauft wie sie nur konnten. Nicht nur dies, einige der Eingeweihten gaben auch Tips weiter an Verwandte, Freunde und Freundinnen. Zwei leitende Angestellte nützten ihren Informationsvorsprung noch am Tage der Pressekonferenz aus: Unmittelbar nach der Sitzung und bevor die Nachricht über Fernschreiber und Zeitungen verbreitet sein konnte, instruierten sie telephonisch Banken und Broker und deckten sich und Verwandte mit Titeln der Gesellschaft ein.

c) Was diese beiden Fälle, was die Insidergeschäfte schlechthin charakterisiert, ist, dass hier Gewinne erzielt oder Verluste abgewendet werden nicht aufgrund besonderer Tüchtigkeit, sondern unter Ausnutzung von *vertraulichen oder nicht allgemein zugänglichen Informationen*. — Wer aus allgemein offenstehenden Quellen alle nur möglichen Auskünfte über ein Unternehmen zusammenträgt, wer diese Information intensiv analysiert und dadurch zu besonderen Einsichten gelangt, wird nicht zum Insider, auch wenn sein Vertragspartner noch so ahnungslos ist. Erst wenn aufgrund von Kenntnissen gehandelt wird, die andere nicht nur nicht haben, sondern auch nicht haben können, spricht man von Insidergeschäften^{14a}.

II. Die Verwerflichkeit der Ausnutzung von Inside-Information

a) Die Ausnutzung von Inside-Information wird heute allgemein *als unsauber empfunden und verurteilt*. Es ist anerkannt, dass der Grundsatz «caveat

empton» hier nicht spielen kann, weil auch der vorichtigste Käufer nicht davor gefeit ist, von einem Insider übervorteilt zu werden.

Premierminister Heath sprach in diesem Zusammenhang kürzlich vom «unfreundlichen und unannehmbaren Gesicht des Kapitalismus»¹⁵, und der Präsident der Londoner Börse artikuliert das Empfinden des Publikums plastisch, als er erklärte, Insidergeschäfte seien «no better than theft»¹⁶.

Auch nach dem einheitlichen Tenor der schweizerischen Finanzpresse ist es «in jedem Fall als *verwerfliche Uebervorteilung* der Aktionäre zu qualifizieren», wenn Insider ihr «vertrauliche(s) Wissen zu völlig risikolosen privaten Beutezügen auf Kosten eines ahnungslosen Börsenpublikums missbrauchen»¹⁷.

b) Sporadisch wird allerdings auch heute noch die Ausnutzung vertraulicher Information als Chance dargestellt, die dem Unternehmer als *Entschädigung für seine wertvolle Arbeit* zurecht zukomme.

Im *amerikanischen Rechtsraum* wird diese Auffassung durch Manne vertreten¹⁸. Die Publikationen Mannes entfesselten einen wahren Entrüstungssturm in den Kreisen der amerikanischen Juristen¹⁹ und Ökonomen.

In der *Schweiz* hat sich ähnlich m. W. bisher nur Herschsohn²⁰ geäussert, der in SAG 1972 ausführt: «Insider sind — mit Ausnahme der reinen Spekulanten — die aktiv treibenden Kräfte eines jeden Betriebes. Diesen Kräften muss ein gewisser Spielraum zur Erfüllung persönlicher Gewinne belassen werden.»

Solche Argumentation vermöchte im besten Fall die Gewinne von aktiv und verdienstvoll für die Gesellschaft Tätigen zu motivieren, nicht aber die Profite aller übrigen Insider. Zudem liesse sich dadurch höchstens ein vermehrter Anteil an steigenden Erträ-

¹⁵ Vgl. Tages-Anzeiger vom 22.6.1973, 7 sowie vom 27.7.1973, 3; Weltwoche Nr. 32 vom 8.8.1973, 21.

¹⁶ Zit. nach Michael R. Will: Anlegerschutz durch Insiderhandels-Richtlinien?, Neue Juristische Wochenschrift 1973, 645 ff.

¹⁷ H.A. (zit. Anm. 1); vgl. auch Pm. und Leibacher (beide zit. Anm. 1) sowie neuerdings Klügl (zit. Anm. 9), wl. (zit. Anm. 8) und Schmitz (zit. Anm. 1).

¹⁸ Henry G. Manne: Insider Trading and the Stock Market (1966); ders.: In Defence of Insider Trading, 44 Harvard Business Review (1966) 113. Deutsche Zusammenfassungen der Argumentation Mannes bei Klainguti (zit. Anm. 1) 46 ff. sowie Hopt/Will (zit. Anm. 1) 39 ff.

¹⁹ Vgl. etwa A. Schotland: Unsafe at Any Price: A Reply to Manne . . ., 53 Virginia Law Review 1425 (1967); Louis Loss: Securities Regulation, 2d ed. and supplement (Boston 1961/1969) vol. V 2999 f.

²⁰ Zit. Anm. 1.

^{14a} Aehnlich Schmitz (zit. Anm. 1).

gen rechtfertigen, sicherlich aber nicht die Möglichkeit, im Hinblick auf einen künftigen schlechten Geschäftsgang das sinkende Schiff frühzeitig zu verlassen²¹. Zurecht ist ferner darauf hingewiesen worden, dass legitimen Bedürfnissen durch andere Formen der Gewinnbeteiligung (Optionsrechte, Umsatzbeteiligungen, etc.) Rechnung getragen werden kann und dass dafür die Bereicherung auf dem Rücken ahnungsloser Investoren nicht notwendig ist²².

c) Hinzuweisen ist auch darauf, dass eine breite *Streuung und Popularisierung des Aktienbesitzes*, wie sie heute zurecht angestrebt wird^{22a}, nur dann gelingen kann, wenn der Kleinanleger die Uebervorteilung durch Eingeweihte nicht zu befürchten hat²³. Nicht umsonst sind denn auch die Vereinigten Staaten als das klassische Land der Publikumsaktionäre mit einem umfassenden Insiderrecht vorangegangen²⁴.

d) Die Ausnützung von Insidervorteilen ist damit — soviel steht fest — *wirtschaftlich und rechtspolitisch unerwünscht*.

III. Die rechtliche Behandlung von Insidergeschäften nach geltendem schweizerischem Recht

1. Fehlen einer spezifischen Regelung

In der Schweiz *fehlt bis heute jegliche rechtliche Regelung des Insiderhandels*. Weder das eidgenössische Gesellschafts- oder Wertpapierrecht noch die kantonalen Börsengesetze enthalten Bestimmungen. Ebensovienig ergeben sich Schranken aus den Zulassungsvoraussetzungen der schweizerischen Börsen, und auch ein «Ehrenkodex», wie er in England praktiziert wird und in Deutschland in Einführung begriff-

fen ist²⁵ und durch welchen Insidergeschäfte mittels privater Selbstverpflichtung eingedämmt werden sollen, ist in der Schweiz weder realisiert noch auch nur als konkreter Vorschlag vorhanden.

Man ist daher gezwungen, der rechtlichen Beurteilung die allgemeinen Regeln des Straf- und des Zivilrechts zugrunde zu legen.

2. Die Beurteilung nach allgemeinen Rechtsnormen

a) Strafrechtliche Bestimmungen

Nach Leibacher²⁶ kämen als Sanktionen für die Ausnützung von Insidervorteilen «am ehesten in Frage . . . wohl die beiden Artikel 149 (boshafte Vermögensschädigung) und 148 (Betrug) des Schweizerischen Strafgesetzbuchs». Beide Normen eignen sich aber bei näherem Zusehen nicht für ein Einschreiten gegen Insider²⁷: Sie setzen eine *vorsätzliche Vermögensschädigung durch arglistige Täuschung oder arglistige Ausnützung eines Irrtums voraus*. Als *arglistig* beurteilt die Praxis etwa die Benützung gefälschter Urkunden²⁸, das Verschweigen der Ueberschuldung bei der Aufnahme eines Darlehens²⁹ oder der mangelnden Verfügungsberechtigung beim Verkauf einer Ware³⁰. Im Lichte dieser Entscheide käme ein strafrechtliches Einschreiten gegen Insider nur in *Extremfällen* in Betracht, etwa dann, wenn Papiere durch ein aussergewöhnliches Ereignis plötzlich zu Nonvaleurs geworden sind. Niemals aber könnte die Ausnützung von Kursausschlägen bei Fusionen, einer Aenderung der Dividendenpolitik und in ähnlichen Fällen als «Arglist» im Sinne des Gesetzes gewertet werden³¹. In der

²⁵ Vgl. nachstehend IV. B Ziff. 1b und 3a.

²⁶ Zit. Anm. 1.

²⁷ Da der Insider stets in Bereicherungsabsicht handelt und diese ein Tatbestandsmerkmal nur des Betrugs, nicht aber der boshafte Vermögensschädigung darstellt, ist eine Würdigung unter StGB 149 ohnehin auszuschliessen; vgl. Günter Stratenwerth: Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil I (Bern 1973) 236; Vital Schwander: Das Schweizerische Strafgesetzbuch (2. A. Zürich 1964) 354.

²⁸ Vgl. BGE 71 IV 205 ff.

²⁹ Vgl. BGE 86 IV 205 ff.

³⁰ Vgl. BGE 87 IV 12.

³¹ Vgl. die Ausführungen bei Schwander (zit. Anm. 27) 351 f. sowie Stratenwerth (zit. Anm. 27) 213 ff., wo auf S. 216 f. festgehalten wird, «dass einfache vertragliche Pflichten, die sich unter Umständen erst auf dem Weg über das Prinzip von Treu und Glauben ergeben, *nicht* ausreichen, um das Schweigen als tatbestandsmässigen Betrug zu qualifizieren.» — Die Annahme eines Betrugs verübt durch Schweigen ist sodann an sich problematisch, vgl. dazu Stratenwerth (zit. Anm. 27) 215 ff. — Eine weitere Schwierigkeit für die Anwendung von StGB 148 auf das Handeln von Insidern erwächst daraus, dass «Tatsachen» im

²¹ Aehnlich Klainguti (zit. Anm. 1) 50, Hopt/Will (zit. Anm. 1) 40 ff. und die ganze amerikanische Kritik zu den Ausführungen von Manne.

²² Aehnlich Hopt/Will (zit. Anm. 1) 41.

^{22a} Auf entsprechende Tendenzen weist auch der Zwischenbericht der Expertenkommission Tschopp zur Ueberprüfung des Aktienrechts hin, vgl. etwa S. 37.

²³ Vgl. dazu etwa Georg Leistner: Das Insiderrecht in der Bundesrepublik — Ein Schlag ins Wasser!, Zeitschrift für Rechtspolitik 1973, 201, 208. Auch die Wirtschaftspresse betont, dass durch Insideroperationen «eine Unsicherheit hervorgerufen (wird), die weder der Funktionsfähigkeit der Börse noch dem Vertrauen der Anleger in das Effektingeschäft förderlich ist . . . Auch sind solche fragwürdigen Effektingeschäfte nicht geeignet, eine breitere Öffentlichkeit zur Mitwirkung am Börsengeschäften zu gewinnen.» (Pm., zit. Anm. 1). Vgl. ferner Schmitz (zit. Anm. 1).

²⁴ Vgl. nachstehend IV. A; als Mittel zum Schutz des Publikumsaktionärs wird das amerikanische Insiderrecht etwa motiviert bei William L. Cary: Insider Trading in Stocks, 21 Business Lawyer 1009 f (1966) sowie im Fall Ross v. Licht, 263 F. Supp. 395.

einschlägigen Literatur fehlen denn auch jegliche Hinweise auf die Möglichkeit, StGB 148 f. auf das Handeln von Insidern anzuwenden.

Andere Normen des Strafgesetzbuches oder strafrechtliche Normen in Spezialgesetzen kommen — soweit ich sehe — nicht in Betracht ³².

b) Aktienrecht

Nach Herschsohn ist aufgrund von OR 754 «ein direkter Ersatzanspruch des unmittelbar geschädigten Aktionärs gegen den Insider gegeben» ³³. Auch die Gesellschaft, deren Papiere betroffen wurden, soll nach diesem Autor aufgrund des gleichen Artikels Ansprüche geltend machen können ³⁴. — Gemäss Art. 754 sind alle mit der Verwaltung, Geschäftsführung oder Kontrolle einer Aktiengesellschaft betrauten Personen der Gesellschaft wie den einzelnen Aktionären gegenüber für den Schaden verantwortlich, «den sie durch absichtliche oder fahrlässige *Verletzung der ihnen obliegenden Pflichten* verursachen».

Zur Behauptung von Herschsohn ist zunächst zu bemerken, dass diese Vorschrift jedenfalls nur gegenüber einer bestimmten Gruppe von Insidern, nämlich den *in der Gesellschaft selber Tätigen*, nicht aber gegenüber «externen» Insidern ³⁵ angewendet werden könnte.

Bei näherem Zusehen erweist sich jedoch die Norm auch in diesem Umfang als ungeeignet:

— Die *Aktiengesellschaft* selber kann daraus *keinerlei Rechte* ableiten, da sie am Handel der Papiere nicht beteiligt war und damit auch keinen Schaden erlitten hat ³⁶.

Sinne des Gesetzes «nur vergangene oder gegenwärtige, d. h. also *objektiv feststehende* Geschehnisse oder Zustände, dagegen — ausser bei naturgesetzlich notwendigen — *nicht zukünftige* Ereignisse» sind (Stratenwerth 211). — Auch die Feststellung der Vermögensschädigung kann Schwierigkeiten bereiten, wenn der Insider auf Ereignisse hin spekuliert, deren Eintritt und Auswirkungen noch durchaus ungewiss sind. Immerhin kann der Schaden allenfalls auch genau berechnet sein, etwa dann, wenn dem Insider die Einzelheiten einer Umtauschferte im voraus bekannt waren.

³² Nach H.A. (zit. Anm. 1) liegt bei Insidertransaktionen durch Personen, die zur Gesellschaft in einem Anstellungs- oder Mandatsverhältnis stehen, «zweifellos ein strafbarer Tatbestand vor (Verletzung der Treuepflicht)». Einen solchen Straftatbestand sucht man jedoch im schweizerischen Recht vergebens.

³³ Zit. Anm. 1, 176.

³⁴ 179.

³⁵ Etwa einem Grossaktionär, der in der Gesellschaft kein Amt inne hat, einem nahen Verwandten eines Verwaltungsrates, der von diesem einen Tip erhalten hat.

³⁶ Vgl. Jörg Meier-Wehrli: Die Verantwortlichkeit der Verwaltung einer Aktiengesellschaft bzw. einer Bank

— Aber auch der *geschädigte Käufer oder Verkäufer kann sich nicht auf OR 754 stützen*: Dieser Artikel begründet — wie die Marginalie dazu festhält — eine «Haftung aus Geschäftsführung, Kontrolle und Liquidation», aus Handlungen also, die *in der Gesellschaft und für die Gesellschaft* vorgenommen worden sind. Es geht also um eine Haftung wegen der *Verletzung von Pflichten, die sich* — untechnisch ausgedrückt — *aus dem Auftragsverhältnis zur Gesellschaft* ergeben ³⁷. In den Rahmen dieser Pflichten kann aber der Kauf und Verkauf von Papieren durch den Insider für sich selbst auch bei weitester Auslegung nicht eingereiht werden ³⁸. Vielmehr handelt es sich hier um eine *rein private Tätigkeit* des betreffenden Insiders, auf die Art. 754 *keine Anwendung* findet.

Das Aktienrecht bietet damit *keine Handhabe* gegen Insidertransaktionen.

c) Arbeitsvertragsrecht

Der Gesellschaft steht es frei, einen seine vertraulichen Kenntnisse missbrauchenden Arbeitnehmer zu entlassen ³⁹. Dass das Handeln des Insiders einen wichtigen Grund im Sinne von OR 337 setzt, der zur sofortigen Entlassung berechtigt, lässt sich angesichts der Judikatur nicht ohne weiteres bejahen ^{40, 41}. Vor

gemäss Art. 754 ff. OR / 41 ff. BkG. (Diss. Zürich 1968) 51 ff. Dies übersieht offenbar Herschsohn (zit. Anm. 1) 178, wenn er schreibt: «Die Gesellschaftsklage... geniesst die Vorteile der in Art. 97 aufgestellten legalen Vermutung der Ersatzpflicht des Insiders, so dass die Gesellschaft lediglich die Insiderstellung, die Pflichtverletzung und den daraus erwachsenen Schaden nachzuweisen hat.» Gerade am Schadensnachweis dürfte die Klage der Gesellschaft regelmässig scheitern.

³⁷ Vgl. Meier-Wehrli (zit. Anm. 36) 28 ff.; Alain Hirsch: La responsabilité des administrateurs de la société anonyme, Semjud 89 (1967) 249 ff., 258 ff.

³⁸ Vgl. die Umschreibungen der Pflichten der Verwaltungsräte bei Meier-Wehrli (zit. Anm. 36) 30 ff.; Hirsch (zit. Anm. 37) 258 ff.; Frank Vischer: Die Stellung der Verwaltung und die Grenzen der Delegationsmöglichkeit bei der grossen AG (Festgabe Schönenberger, Freiburg 1968) 345 ff., 351 ff.

³⁹ Aus der Praxis wurde mir ein Fall mitgeteilt, in dem einem leitenden Angestellten wegen Insidergeschäften die Kündigung nahegelegt wurde.

⁴⁰ Nach bundesgerichtlicher Praxis muss das als wichtiger Grund angerufene Verhalten geeignet sein, das gegenseitige Vertrauensverhältnis der Parteien zu vernichten, und dieses Vertrauensverhältnis muss auch tatsächlich zerstört worden sein (vgl. BGE 97 II 145 f.). In der Regel wird als Voraussetzung für eine fristlose Entlassung eine vorausgegangene Warnung verlangt (BJM 1962, 121). — Als Beispiel eines die fristlose Kündigung rechtfertigenden Vertrauensmissbrauchs vgl.

allem aber ist zu betonen, dass die Entlassung die Verluste des Geschädigten nicht wiedergutmacht.

d) Kaufsrecht

Aus dem Kaufsrecht ergibt sich ebenfalls *kein Schutz* für den übervorteilten Käufer oder Verkäufer. Namentlich kann er sich nicht auf Gewährleistungspflichten stützen: Der Verkäufer der Papiere übernimmt beim vorbörslichen oder börslichen Handel keinerlei Garantien für den Wert der veräusserten Effekten bzw. die Angemessenheit des Kaufpreises, und eine Haftung für den wirtschaftlichen Wert von verkauften Aktien von Gesetzes wegen besteht nicht⁴².

e) Unerlaubte Handlung (OR 41); *culpa in contrahendo*

OR 41 verpflichtet denjenigen zur Ersatzleistung, der einem andern absichtlich oder fahrlässig widerrechtlich Schaden zufügt. — Auch diese Norm eignet sich nicht für die Begründung von Ersatzansprüchen gegenüber Insidern, da an sich *keine allgemeine Rechtspflicht* besteht, die *Gegenpartei über den wahren Wert eines Kaufs- und Verkaufsobjektes zu orientieren*⁴³ und deshalb kein «Verstoss gegen geschriebene oder ungeschriebene Gebote der Rechtsordnung»⁴⁴ vorliegt. Damit ist das *Schweigen des Insiders* (vorbehältlich allfälliger durch das Strafrecht erfasseter Fälle) *grundsätzlich nicht widerrechtlich im Sinne dieses Artikels*⁴⁵.

Auch wenn und soweit man eine Pflicht des Insiders zur Aufklärung aus Treu und Glauben herlei-

etwa ZR 70 (1971) Nr. 57. — Vgl. auch die Ausführungen bei Ullin Streiff: Leitfaden zum neuen Arbeitsvertrags-Recht (Zürich 1972) 135 f., ferner Hans Roggwiler: Der «wichtige Grund» und seine Anwendung in ZGB und OR (Diss. Zürich 1956) sowie Clara Rosenberg: Das Ausscheiden aus Handelsgesellschaften aus wichtigem Grund (Diss. Bern 1941).

⁴¹ Offen stehen selbstverständlich die an keine besonderen Voraussetzungen gebundenen Abberufungsrechte gemäss OR 404, 705 und 726.

⁴² Vgl. BGE 79 II 155 ff., wonach als Sachmängel bei Wertpapieren nur Mängel der Urkunde als solcher in Betracht kommen und der Verkäufer für den wirtschaftlichen Wert der Papiere nur haftet, wenn er dafür besondere Zusicherungen abgegeben hat.

⁴³ Vgl. Hans Merz: Berner Kommentar, Einleitungsband (1966), N 270 zu ZGB 2; Peter Jäggi: Zürcher Kommentar zu OR 1 ff. (3. A. 2. Lieferung 1968) N 576 zu OR 1; ferner BGE 90 II 455 f.

⁴⁴ BGE 95 III 91 lit. c; vgl. auch BGE 93 II 183 E. 9 sowie Karl Oftinger: Schweizerisches Haftpflichtrecht Bd. I (3. A. Zürich 1969) 110 ff.

⁴⁵ Gl. M. Herschsohn (zit. Anm. 1) 175.

ten will, kommt OR 41 nicht zum Zuge: Dessen Handeln ist dann als *culpa in contrahendo* zu beurteilen⁴⁶. Zwar ist umstritten, ob diese vertraglichen oder ausservertraglichen Normen zu unterwerfen ist⁴⁷, doch stellt sich diese Frage für den Fall der Täuschung in Verletzung einer Aufklärungspflicht nicht, weil sich hierfür in OR 28 eine explizite Ordnung findet. Auf diese ist nachstehend noch einzutreten.

f) Zivilrechtliche Bestimmungen betreffend Irrtum, Täuschung und Übervorteilung (OR 23 f., 28 und 21)

Die Anfechtung einer Wertpapiertransaktion wegen *Irrtums* über den Wert der Papiere ist zwar nach bundesgerichtlicher Praxis «nicht schlechthin ausgeschlossen»⁴⁸, wird aber nur in *Ausnahmefällen* zugelassen⁴⁹. Den Irrtum über den Wert von an der Börse gekauften, kursfähigen Aktien hat sodann das Bundesgericht in einem frühen Entscheid⁵⁰ *generell als nicht wesentlich* erklärt: Bei solchen Geschäften müsse man «mit der Möglichkeit rechnen, dass dem Papier der Wert, der ihm vorher im allgemeinen auf Grund bekannter Unterlagen (veröffentlichter Bilanzen und Geschäftsberichte usw.) beigelegt wurde, in Wirklichkeit aus gewissen, nicht in die Öffentlichkeit gedrunge- nen Gründen abgeht oder dass es sogar ganz wertlos ist»⁵¹. Das Bundesgericht hat diesen Entscheid in neuerer Zeit wiederholt genannt, ohne den darin ausgesprochenen Grundsatz zu kritisieren oder auch nur in Frage zu stellen⁵². — Aus den Irrtumsregeln erwächst daher dem geschädigten Aussenseiter keine Hilfe.

⁴⁶ Vgl. Jäggi (zit. Anm. 43) N 576 zu OR 1; Merz (zit. Anm. 43) N 264 zu ZGB 2; Paul Piotet: *Culpa in contrahendo* (Bern 1953).

⁴⁷ Für eine Behandlung als Vertragshaftung von Tuhr/Siegwart: Allg. Teil des schweiz. OR (Zürich 1942/4) Bd. I, 183 f.; für eine Beurteilung als ausservertragliche Deliktshaftung Piotet (zit. Anm. 46) 24 ff, Guhl/Merz/Kummer: Obligationenrecht (6. A. Zürich 1972) 112, sowie Hugo Oser: Zürcher Kommentar zu OR 1 ff. (2. A. 1929) N 102 der Vorb. zu OR 1—67. — Demgegenüber weist Jäggi (zit. Anm. 43) zurecht darauf hin, dass sich die Rechtsfrage richtig betrachtet gar nicht stellt, weil zu beantworten nicht die Frage nach der Rechtsnatur ist, sondern die nach den Modalitäten mit Bezug auf Voraussetzungen und Inhalt von Ansprüchen aus *culpa in contrahendo*, eine Frage, die für jede Modalität gesondert zu beantworten ist.

⁴⁸ BGE 79 II 161.

⁴⁹ Vgl. BGE 97 II 45 ff.; 79 II 161 ff.; 43 II 493.

⁵⁰ BGE 41 II 571 ff.

⁵¹ BGE 41 II 575.

⁵² Vgl. BGE 79 II 161; 97 II 46.

Gemäss OR. 28 ist ein Vertrag für denjenigen unverbindlich, der durch *absichtliche Täuschung* dazu verleitet worden ist. Die schweizerische Lehre und Rechtsprechung anerkennen auch die *Täuschung durch Schweigen*⁵³ (wie sie der Insider vornimmt), doch ist die diesbezügliche Praxis *restriktiv*⁵⁴; sie würde kaum genügen, um typische Insiderfälle zu erfassen. Lediglich bei extrem stossenden Geschäften könnte dieser Artikel angerufen werden.

Das gleiche gilt von Art. 21, der Unverbindlichkeit eines Vertrages vorsieht, wenn ein *offenbares Missverhältnis zwischen Leistung und Gegenleistung durch Ausbeutung der Unerfahrenheit* des Vertragspartners *begründet* wurde. Auch hier werden von der Praxis hohe Anforderungen gestellt, sowohl was das Missverhältnis wie auch, was die «Ausbeutung» der Unerfahrenheit betrifft⁵⁵. Somit eignet sich auch diese Bestimmung nur in seltensten Fällen für ein Vorgehen gegen Insider.

g) *Zusammenfassung und Hinweis auf die Beweislage*

Diese Ausführungen zeigen, dass sowohl das Strafrecht wie das Zivilrecht gegen Insidergeschäfte *Schutz nur in Extremfällen* bieten.

Dazu kommt eine weitere *entscheidende Unzulänglichkeit*: Beim anonymen Handel an der Börse oder über einen Händler lässt sich nachträglich der *Tatbestand gar nicht feststellen*. Wie die Wirtschaftspresse, so ist auch der getäuschte Käufer oder Verkäufer auf Vermutungen angewiesen und er hat keinerlei Möglichkeit, die Identität seines informierten Geschäftspartners festzustellen⁵⁶. Dieser *Beweisnotstand* macht jedes Vorgehen praktisch aussichtslos.

In der Tat ist denn auch bis heute in der Schweiz meines Wissens nur *ein einziges Mal versucht* worden, rechtlich gegen Insider vorzugehen, die börslich oder über Händler kauften oder verkauften⁵⁷. Der Versuch liegt an die sechzig Jahre zurück und endete in einem *Misserfolg*. — Nur bei gewöhnlichen «face to face»-Geschäften (die man nicht zu den typischen Insidergeschäften zählt) wurde gelegentlich von getäuschten oder irrenden Vertragspartnern erfolgreich prozessiert⁵⁸.

⁵³ Vgl. etwa Oser (zit. Anm. 47) N 3 zu OR 28; H. Becker: Berner Kommentar zu OR 1 ff. (1941) N 6 zu OR 28.

⁵⁴ Vgl. etwa BGE 43 II 487 ff. sowie Bruno von Büren: Schweiz. OR, Allg. Teil (Zürich 1964) 217.

⁵⁵ Vgl. BGE 61 II 34 ff.; geringere Anforderungen stellt nun allerdings BGE 92 II 168 ff.

⁵⁶ Allfällige Nachforschungen prallen auf die Mauer des Bankgeheimnisses.

⁵⁷ Vgl. BGE 41 II 571 ff.

⁵⁸ Vgl. BGE 97 II 43 ff.; 79 II 155 ff.; 43 II 487 ff.

IV. Hinweise zum ausländischen Insiderrecht

Während in der Schweiz der Insiderhandel rechtlich praktisch nicht eingeschränkt ist, finden sich im Ausland Regelungen in verschiedenen Spielarten: Umfassend und in jahrzehntelanger Praxis erprobt und weiterentwickelt ist die Ordnung der *Vereinigten Staaten*. Aber auch in *europäischen Ländern* sind in den letzten Jahren Versuche zur Eindämmung des Insiderhandels unternommen worden.

Für die Diskussion um ein allfälliges schweizerisches Insiderrecht ist der Rahmen durch diese ausländischen Lösungen und Lösungsversuche abgesteckt. Da eigene Erfahrungen fehlen, wird hier mehr noch als in anderen Gebieten der Rechtspolitik *rechtsvergleichend gearbeitet* werden müssen⁵⁹. — Im folgenden seien daher einige ausländische Ordnungen kurz vorgestellt. Dabei steht das amerikanische Recht im Vordergrund, weil es umfassend ausgebaut und erprobt ist und anderen Ordnungen fast durchwegs in der einen oder anderen Form zu Gevatter gestanden hat⁶⁰.

A. Die Regelung in den Vereinigten Staaten⁶¹

1. Uebersicht

Das Insider-Recht ist in den Vereinigten Staaten eingebettet in einen *umfassenden Schutz des Anlegers*. Die Schutzbestimmungen finden sich — neben Ansätzen im Common Law — in Gesetzen sowohl der *Einzelstaaten*⁶² wie des *Bundes*.

⁵⁹ Ein rechtsvergleichendes Vorgehen rechtfertigt sich um so eher, als der Handel mit Effekten wie auch das Verhalten von Insidern kaum so erhebliche nationale Eigenheiten aufweisen dürfte, dass die praktischen Erfahrungen des Auslandes nicht auch für die Schweiz nützlich sein könnten.

⁶⁰ Damit soll keineswegs der Eindruck erweckt werden, eine perfektionistische Ordnung nach amerikanischem Vorbild dränge sich auch in der Schweiz auf; vgl. die rechtspolitischen Hinweise nachstehend V. Ziff. 2.

⁶¹ Uebersichten in deutscher Sprache bei Klainguti (zit. Anm. 1); Hopt/Will (zit. Anm. 1) 92 ff. (mit Literaturangaben und Abdruck der massgebenden Normen); Klaus Flachsmann: Insider-Information und Börsenreform, Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen 1970, 593 ff., 650 ff. Vgl. ferner auch Richard von Wattenwyl: Die Publizität als Mittel des bundesrechtlichen Investorenschutzes in den Vereinigten Staaten von Amerika (Diss. Bern 1964, Abhandlungen zum Schweizerischen Recht Nr. 357).

⁶² In den Gliedstaaten sind es die sog. «Blue Sky Laws», die Missbräuche bei der Ausgabe und beim Handel von Aktien verhindern sollen. Sämtliche Gliedstaaten haben solche Gesetze erlassen, mit Ausnahme des gegenüber Körperschaften extrem liberalen Delaware.

Im Bereich des *Bundesrechts* sind es vor allem zwei Gesetze^{62a}, die den Schutz des Anlegers sicherstellen sollen:

— der *Securities Act von 1933*, der sich mit der Neuausgabe von Aktien befasst und der die Registrierung und damit eine sehr weitgehende Offenlegung der Verhältnisse einer Gesellschaft vor jeder öffentlichen Emission verlangt;

— der *Securities Exchange Act von 1934*, der den Handel mit Effekten im Sekundärmarkt⁶³ regelt. Auch dieses Gesetz statuiert umfassende Publizitätspflichten, denen alle grösseren Gesellschaften unterworfen sind. Ausserdem enthält es Bestimmungen, die «ungerechte und unfaire Praktiken verhindern und die Redlichkeit im Effektenhandel ganz allgemein sicherstellen sollen, unabhängig davon, ob es um Transaktionen zwischen zwei Einzelpersonen, um den ausserbörslichen Handel oder um Börsengeschäfte geht»⁶⁴. — Dieser *Securities Exchange Act* ist die *Grundlage für das amerikanische Insiderrecht*.

Mit dem Vollzug, der Konkretisierung und der Weiterentwicklung dieser Schutzgesetze wurde in erster Linie die *Securities and Exchange Commission (SEC)* betruet, eine Verwaltungsinstanz, welche sehr bedeutende Kompetenzen im Effektenhandel besitzt.

Der *Schutz vor Insidergeschäften* soll durch zwei Normen des *Securities Exchange Act* sichergestellt werden⁶⁵:

— Die eine, *section 16 (b)* ist als Faustregel konzipiert und an äusseren, leicht feststellbaren Kriterien orientiert. Sie soll kurzfristige Gewinne gewisser Gruppen von Insidern verhindern, und zwar unabhängig davon, ob tatsächlich vertrauliche Informationen ausgenutzt wurden.

— Die andere, *section 10 (b)* enthält das generelle Verbot, «im Zusammenhang mit dem Kauf oder Verkauf von Effekten... von irgendwelchen täuschenden oder betrügerischen Machenschaften Gebrauch zu machen...». Für die Konkretisie-

rung dieser Bestimmung hat die SEC namentlich die *rule 10 b—5* aufgestellt, eine umfassende Verbotsnorm für unlautere Insidergeschäfte.

Im folgenden seien diese beiden Grundpfeiler des amerikanischen Insiderrechts — *section 16 (b)* und *rule 10 b—5* — etwas näher beleuchtet.

2. Die *rule 10 b—5* als Grundlage für eine umfassende Unterbindung unlauterer Insidergeschäfte⁶⁶

a) Der Wortlaut

Rule 10 b—5 bestimmt frei übersetzt:

«Es ist für jedermann widerrechtlich..., in Verbindung mit dem Kauf oder Verkauf irgendwelcher Effekten

1. irgendein betrügerisches Mittel, Vorgehen oder einen betrügerischen Kunstgriff anzuwenden,
2. eine wesentliche Tatsache in irgendeiner Weise unwahr darzustellen oder eine wesentliche Tatsache zu verschweigen, welche im Licht der konkreten Umstände erwähnt werden muss, um die Aeusserungen nicht irreführend zu machen, oder
3. eine sonstige Handlung oder Geschäftspraxis oder ein Vorgehen zu wählen, welche als Betrug oder Täuschung gegenüber irgend jemandem wirkt oder wirken könnte.»

Die Bedeutung dieser Regel, die seinerzeit recht zufällig entstanden ist, lässt sich kaum überschätzen. Sie bildete den *Ausgangspunkt zu einer äusserst flexiblen und expansiven Gerichtspraxis*, die ein Normensystem entwickelt hat, das noch immer im Ausbau begriffen ist und dessen Grenzen nicht absehbar sind. Die Regeln für Insidergeschäfte, auf die ich mich hier beschränke, sind nur ein Teil dieses Pakets, das auf einen umfassenden Investorenschutz abzielt.

b) Anwendungsbereich von *rule 10 b—5*

Der Anwendungsbereich dieser Norm ist denkbar breit. Es unterliegt ihr der *Handel mit allen Effekten* (also nicht nur mit Aktien), ganz gleich, ob die Gesellschaft gross oder klein ist, ob die Transaktion über die Börse, ausserbörslich oder «face to face» abgewickelt wird. Die Norm kommt bei *jedem Kauf*

^{62a} Vgl. dazu auch etwa den *Securities Investor Protection Act von 1970*; zu diesem eine einführende Note in 73 *Columbia Law Review* 802 (1973).

⁶³ Mit Ausnahme der originären Ausgabe also.

⁶⁴ William L. Cary: *Corporations* (4th ed. 1969) 736.

⁶⁵ Eine Reihe weiterer Bestimmungen befasst sich ebenfalls mit einzelnen Aspekten des Schutzes gegen Insidergeschäfte, doch haben diese ihre Bedeutung weitgehend verloren, weil die beiden zu nennenden Bestimmungen praktisch auch die Anwendungsgebiete der übrigen Normen decken.

⁶⁶ Vgl. zu *Rule 10 b—5* Alan R. Bromberg: *Securities Law: Fraud, SEC-Rule 10 b—5* (New York 1969) sowie als Beispiel der fast uferlosen Literatur zu Einzelfragen Note: *The Controlling Influence Standard in Rule 10 b—5 Corporate Mismanagement Cases*, 86 *Harvard Law Review* 1007 (1973); Note: *Superintendent of Insurance v. Bankers Life: Through the Looking Glass* 67 *Northwestern University Law Review* 930 (1973).

oder Verkauf⁶⁷ zum Zuge, worunter auch die originäre Emission verstanden wird⁶⁸.

c) Wer ist Insider nach der rule 10 b—5?

Rule 10 b—5 spricht von «any person»: Insider nach dieser Regel ist demnach jedermann, der direkt oder indirekt Zugang zu vertraulichen Informationen hat und der in Ausnützung dieser Kenntnisse mit Effekten der betreffenden Gesellschaft handelt.

Insider sind einmal *alle in der Gesellschaft Tätigen* — Verwaltungsräte, Direktoren, Angestellte —, vorausgesetzt natürlich, dass sie über nicht allgemein zugängliche Informationen verfügen. Insider ist auch die *Gesellschaft selber*⁶⁹.

Insider ist sodann die *Muttergesellschaft*. Falls sie Minderheitsaktionäre ihrer Tochtergesellschaft auskaufen will, muss sie diese über den wirklichen Wert der Papiere der Tochtergesellschaft aufklären⁷⁰.

Personen, die an einer Gesellschaft weder beteiligt noch in ihr tätig sind, werden zu Insidern im Sinne von rule 10 b—5, sobald sie *auf irgendeine Weise Zugang zu vertraulichen Informationen erlangen*. Wer Tips von Insidern erhält, wird damit selbst zum Insider.

Diese Konsequenz trifft insbesondere die *Brokerfirmen* sowie andere Unternehmen, welche sich professionell im Effektenhandel betätigen⁷¹. — Bei grös-

⁶⁷ Sowie bei kaus- oder verkaufsähnlichen Transaktionen.

⁶⁸ Die einzige Einschränkung liegt darin, dass die Transaktion den «Interstate Commerce» betreffen muss. Diese Schranke ist aber rein theoretisch, da die Gerichte Interstate Commerce schon dann als gegeben erachten, wenn irgendein Hilfsmittel zum Einsatz kommt, das auch im Handel zwischen den amerikanischen Gliedstaaten verwendet wird, etwa die Post, das Telefon, etc. Faktisch wird diese Voraussetzung heute von den Gerichten gar nicht mehr geprüft.

⁶⁹ Auch sie darf ihre eigenen Aktien nicht unter Ausnützung privilegierter Kenntnisse kaufen oder verkaufen.

⁷⁰ Vgl. Speed v. Transamerica Corp., 99 F. Supp. 808 (1951).

⁷¹ Eine Maklerfirma hatte z. B. durch einen ihrer Partner vom schlechten Stand einer Gesellschaft erfahren und in der Folge ihre Aktien in diesem Unternehmen abgestossen. Der betreffende Partner hatte seine Kenntnisse als Verwaltungsrat erlangt. Nicht nur er, sondern die Maklerfirma als Ganzes wurde als Insider betrachtet. (Vgl. In the Matter of Cady, Roberts & Co., 40 S.E.C. 907, 1961). — Ebenso wurden dem Insiderrecht unterstellt professionelle Investoren, welche von einer Brokerfirma vertrauliche Informationen erhalten hatten, die diese Firma ihrerseits als potentielle Ausgabestelle für eine Emission erlangt hatte. Die Brokerfirma war durch ihren Zugang zu internen Unterlagen zum Insider geworden (obwohl sie weder durch Verwaltungsratssitze noch als Aktionär mit der betroffenen Gesellschaft verbunden war), und die Investoren, denen die Broker ihre

seren, im Kredit- und Anlagesektor tätigen Unternehmen können die Folgen ausserordentlich weit reichen: Man denke etwa an eine Universalbank. Falls die Finanzabteilung Auskünfte, die sie im Zusammenhang mit Kreditgesuchen erlangt hat, an die Anlageabteilung weitergibt, wird diese zum Insider und hat die daraus resultierenden Konsequenzen zu tragen⁷². Die Bank muss daher — will sie nicht die Folgen des Insiderrechts zu spüren bekommen — den Informationsaustausch unter ihren Abteilungen untersagen und entsprechende organisatorische Vorkehrungen treffen.

Als Insider betrachtet werden auch die näheren *Familienangehörigen* von Personen, die im Besitz privilegierter Informationen sind, wobei — so scheint es nach der neueren Rechtspraxis — die Weitergabe von Spezialwissen an sie vermutet wird⁷³.

Kein Insider im Sinne von rule 10 b—5 ist — das sei betont — wer lediglich aufgrund einer besonders genauen und umfassenden *Analyse* aller allgemein zugänglichen Auskünfte zu Schlüssen über den Stand einer Gesellschaft gelangt⁷⁴.

d) Die Ausnutzung vertraulicher oder nicht allgemein zugänglicher Information als entscheidendes Tatbestandsmerkmal

Regel 10 b—5 will verhindern, dass Aussenseiter von Personen mit vertraulicher Information getäuscht werden⁷⁵. Der Begriff der *Täuschung* wird dabei von der Rechtspraxis sehr weit gefasst.

Einmal wird Täuschung nicht nur angenommen, wenn ein Insider wider besseres Wissen falsche Angaben macht, sondern auch dann, wenn er es unterlässt, den Vertragspartner über wesentliche Tatsachen, die ihm aufgrund seiner besonderen Kenntnisse bekannt sind, aufzuklären. Nicht nur das *Tun*, auch das *Unterlassen* ist damit — was im angloamerikanischen Recht nicht selbstverständlich ist — erfasst⁷⁶.

Sodann ist die Rechtspraxis mehr und mehr dazu übergegangen, nicht nur *absichtliche* Täuschung als

vertraulichen Informationen weitergaben, wurden es auch. (Vgl. SEC News Release vom 27.8.1968 betr. die Firma Merrill Lynch).

⁷² Die meisten amerikanischen Gerichte würden den Austausch von Informationen zwischen den Abteilungen einer Bank ohne weiteres vermuten.

⁷³ So etwa im Texas Gulf Fall, zit. Anm. 14.

⁷⁴ Der Anlageberater, der aus einer Analyse aller allgemein zugänglichen Daten einer Gesellschaft seine Schlüsse zieht und dabei vielleicht auch Umstände aufzudecken vermag, welche die Gesellschaft verschweigen möchte, ist also nie Insider im Sinne der Regel.

⁷⁵ Vgl. In the Matter of Cady, Roberts & Co., zit. Anm. 71.

⁷⁶ Vgl. SEC v. Great American Industries, Inc., 407 F. 2d 453 (1968).

Rechtswidrigkeit aufzufassen, sondern auch immer weitere Bereiche der *Fahrlässigkeit* ⁷⁷.

Eine Information ist dann *nicht mehr vertraulich*, wenn sie dem Vertragspartner *zugänglich* ist.

Bei einer Transaktion zwischen zwei einander bekannten Parteien hat es der Insider in der Hand, die Gegenpartei aufzuklären. — Anders bei einer Börsentransaktion: Hier bleibt nichts anderes übrig, als *zuwarten, bis die Öffentlichkeit als Ganzes angemessen informiert ist* ⁷⁸.

Als Inside-Information im Sinne der rule gelten nur *wesentliche* Informationen. Wesentlich sind nach der amerikanischen Praxis die Tatsachen, auf deren Kenntnis vernünftige Leute Wert gelegt hätten ⁷⁹, oder — nach einer anderen Formulierung — «jene Vorkommnisse, die ihrer Natur nach ausserordentlich sind und bei denen ziemlich sicher anzunehmen ist, dass sie — wenn sie offengelegt würden — einen wesentlichen Einfluss auf den Marktpreis der gehandelten Effekten hätten» ⁸⁰. Entscheidend ist also, ob eine Tatsache den *Investitionsentscheid eines rational handelnden Anlegers beeinflussen* würde.

In der Praxis wurden etwa als wesentlich erachtet:

- eine unerwartete Kürzung der Dividende ⁸¹,
- das Bestehen einer Fusion ⁸²,
- Neuentdeckungen, die den Wert der Gesellschaftsbeteiligungen entscheidend erhöhten ⁸³,
- nicht dagegen — in einem allerdings stark kritisierten Urteil — die Absicht einer Gesellschaft, Gratisaktien auszugeben ^{84, 85}.

⁷⁷ Vgl. Texas Gulf (zit. Anm. 14) 401 F. 2d 833, 862.

⁷⁸ Dabei verlangt die amerikanische Praxis, dass es einem Aussenseiter auch wirklich möglich ist, die betreffende Information zu verwerten: Im Texas Gulf Fall gab einer der Beklagten seinem Makler einen Kaufauftrag knapp zwanzig Minuten, nachdem ein orientierendes Communiqué der Presse übergeben worden war. Das Gericht stellte fest, dass damit dem Erfordernis der angemessenen Information nicht Genüge getan sei. Der Betreffende hätte zumindest zuwarten müssen, bis die Neuigkeit auf dem Dow Jones Broad Tape erschienen sei. — Bis heute haben die Gerichte noch keine genauen zeitlichen Limiten aufgestellt. Der American Stock Exchange empfiehlt, dass ein Insider frühestens 24 Stunden nach der Publikation der Information in einem Wall-Street-Blatt oder 48 Stunden nach dem Bericht in einer Lokalzeitung tätig werde.

⁷⁹ List v. Fashion Park, Inc. 340 F. 2d 457, 462 (1965).

⁸⁰ SEC v. Texas Gulf Sulphur Co., 401 F. 2d 833, 848.

⁸¹ In the Matter of Cady, Roberts & Co., zit. Anm. 71.

⁸² List v. Fashion Park, Inc., 340 F. 2d 457.

⁸³ Texas Gulf, zit. Anm. 14.

⁸⁴ Hafner v. Forest Labs., 345 F. 2d 167.

⁸⁵ Für wesentlich wird in der Literatur gelegentlich auch der Umstand, dass ein Insider an der Transaktion beteiligt ist, an sich erachtet. Ein entsprechender Gerichts-

Neben der Wesentlichkeit als objektivem ist noch ein subjektives Moment erforderlich: Der Aussenseiter muss sich auf die verschwiegene Tatsache bzw. auf ihr Fehlen *verlassen* haben, der Mangel an Information muss also auch *tatsächlich kausal* für den Abschluss der Transaktion oder zumindest für den Abschluss zu den vereinbarten Bedingungen gewesen sein. In der Praxis wird beim Vorliegen einer objektiv wesentlichen Tatsache regelmässig angenommen, dass sie auch für den betroffenen Aussenseiter subjektiv erheblich gewesen sei. Zumindest wird die subjektive Erheblichkeit vermutet und dem Insider der Gegenbeweis auferlegt ⁸⁶.

e) Wer kann klagen?

Klagen kann unter rule 10 b—5 in erster Linie einmal die SEC. Sie hat von ihrer Kompetenz in zahlreichen Fällen Gebrauch gemacht und wichtige Präjudizien herbeigeführt ⁸⁷.

Obwohl weder die Regel noch das zugrundeliegende Gesetz eine entsprechende Bestimmung enthalten, haben die Gerichte schon früh auch dem *Geschädigten selbst* ein Klagerecht zugestanden ⁸⁸. Da der Handel mit Effekten häufig über Mittelsmänner erfolgt und da diese oft in eigenem Namen handeln, ist besonders wichtig, dass *keine direkte vertragliche Beziehung* zwischen dem Geschädigten und dem Insider *verlangt* ist, dass also — um in unserer Terminologie zu sprechen — die rule 10 b—5 wie eine Norm des *ausservertraglichen Haftpflichtrechts* angewendet wird ⁸⁹.

Wo eine Transaktion über die Börse oder auch vorbörslich abgewickelt wird, ist es oft unmöglich, nachträglich festzustellen, welche Käufer welchen Verkäufern gegenüberstanden. Hier erweist sich eine prozessuale Institution des amerikanischen Rechts, die *class action* ^{89a}, als sehr nützlich: Wo eine Vielzahl

entscheid liegt jedoch nicht vor. Vgl. die Hinweise in List v. Fashion Park, Inc. (zit. Anm. 82).

⁸⁶ Mills v. Electric Autolite, 361 F. 2d 260; 241 F. Supp. 375.

⁸⁷ Vgl. als ein Beispiel unter vielen Texas Gulf, zit. Anm. 14.

⁸⁸ Grundlegend Kardon v. National Gypsum Co., 73 F. Supp. 798 (1947); vgl. auch Borak v. Y. I. Case Co., 317 F. 2d 838 (1963).

⁸⁹ Heit v. Weitzen, 402 F. 2d 909 (1968), cert. denied 395 U. S. 903, 89 S. Ct. 1740, 23 L. Ed. 2d 217 (1969). Allerdings scheinen die Gerichte, wenn keine direkte Vertragsbeziehung nachgewiesen werden kann, erhöhte Anforderungen an die Wesentlichkeit der Täuschung zu stellen.

^{89a} Vgl. dazu etwa The Class Action — a Symposium, 10 Boston College Industrial and Commercial Law Review 493 (1969, zahlreiche Einzelbeiträge); Samuel W.

von Personen betroffen ist, kann eine unter ihnen oder auch eine Drittperson Klage im Namen aller Geschädigten erheben, ohne dass entsprechende Ermächtigungen nötig sind⁹⁰.

f) Die Sanktionen

Das Gericht kann — sowohl bei Klagen der SEC wie bei solchen von Privaten — die *Rückgängigmachung des Geschäfts* anordnen. Es kann auch *Schadenersatz* zusprechen.

Beide Sanktionen — Rückgängigmachung wie Schadenersatz — sind da wenig geeignet, wo die Identität der Geschädigten nicht feststeht, so namentlich oft bei Börsengeschäften. Die Gerichte haben für solche Fälle originelle Ersatzlösungen entwickelt: Im Texas Gulf-Fall etwa ordnete das Gericht an, die Insider hätten ihre Gewinne abzuliefern und diese seien zu hinterlegen. Die SEC könne über die Verwendung dieses Geldes nach Belieben bestimmen, etwa daraus die Anwaltskosten bezahlen oder weitere Klagen finanzieren. In einem anderen Fall wurden die Gewinne vom Gericht eingezogen und an gemeinnützige Institutionen überwiesen. Es wird also auf irgendeine Art dafür gesorgt, dass die *Insiderprofite entzogen* werden.

Wo die Leistungen der Insider gemäss Gerichtsentscheid nicht den Geschädigten zukommen, erhält die Gewinnabführung eine stark pönale Komponente. Diese kann noch verstärkt werden durch die im amerikanischen Recht bestehende Möglichkeit, sogenannte *punitive damages* anzuordnen, d. h. die Pflicht zu Zahlungen, welche den effektiv entstandenen Schaden — allenfalls um ein Mehrfaches — übersteigen⁹¹.

g) Würdigung

Die vorliegende Skizze konnte unmöglich die Feinheiten dieses durch die Gerichtspraxis entwickelten

Block: *Class and Derivative Actions under the Securities Laws*, 26 *Business Lawyer* 425 (1970); Charles A. Wright: *Class Actions*, 47 *Federal Rules Decisions* 169 (1969); Note: *Class Action Treatment of Securities Fraud Suits* . . . , 36 *George Washington Law Review* 1150 (1968).

⁹⁰ Gegen die Insider kann also namens aller betroffenen Käufer oder Verkäufer vorgegangen werden, selbst wenn der Kreis der Geschädigten nicht feststeht. Von dieser Möglichkeit wird recht oft durch Anwälte Gebrauch gemacht, die sich auf solche Klagen im Hinblick auf die von den Gerichten meist freigiebig zugesprochenen Prozessentschädigungen spezialisieren. Vgl. dazu auch Anm. 101.

⁹¹ Die Gerichte sind sich allerdings nicht darüber einig, ob bei Verletzungen von rule 10 b—5 solche punitive damages zulässig sind, vgl. 418 F. 2d 1276; 406 F. 2d 291 (dagegen) und 302 F. Supp. 647 (dafür).

Anlegerschutz aufzeigen. Immerhin dürfte ersichtlich geworden sein, dass hier ein *umfassendes System* aufgebaut wurde (und noch immer vervollständigt wird), ein System, das ein Vorgehen gegen alle möglichen Arten betrügerischer oder auch nur fahrlässiger Ausnutzung von Inside-Information ermöglicht.

Die *Problematik* dieses Schutzes liegt im Bereich des *Faktischen*: Der Nachweis von Insidertransaktionen gestaltet sich in der Regel sehr schwierig⁹²; er wird beim Handel über die Börse vielfach unmöglich.

Hier greift ergänzend die zweite Hauptnorm des amerikanischen Insiderrechts ein: die section 16 (b) des Securities Exchange Act, die — im Gegensatz zu rule 10 b—5 — auf den äusseren Rechtschein abstellt, nur einige begrenzte und leicht feststellbare Tatbestände erfasst und für diese eine starre Ordnung aufstellt.

3. Section 16 (b) als «crude rule of thumb» mit begrenzter Zielsetzung

a) Uebersicht

Section 16 (a) verlangt von drei Gruppen von Aktionären, dass sie ihre *Beteiligungen* an der Gesellschaft sowie die monatlichen Aenderungen der SEC melden und von ihr registrieren lassen: von denjenigen, welche direkt oder indirekt wirtschaftliche *Eigentümer von mehr als 10 %* irgendeiner Klasse von Aktien sind, von den *Verwaltungsräten* (directors) und von den *Mitgliedern der Geschäftsleitung* (officers).

Section 16 (b) bestimmt, dass alle in section 16 (a) genannten Personen sämtliche Gewinne aus «irgendeinem Kauf und Verkauf oder irgendeinem Verkauf und Kauf von irgendwelchen Wertpapieren dieser Gesellschaft . . . innerhalb von weniger als sechs Monaten» der Gesellschaft abzuliefern haben. Die in section 16 (a) Genannten dürfen also *keine Gewinne aus kurzfristigen Transaktionen* (Kauf und Verkauf oder Verkauf und Kauf innert weniger als einem halben Jahr) für sich behalten. Ob sie ihre Gewinne aufgrund vertraulicher Informationen erzielten oder ob sie auch nur über solche verfügten ist irrelevant.

Die Unterschiede zwischen dieser Norm und der rule 10 b—5 sind offenkundig: hier eine Bestimmung, die lediglich eine bestimmte Art von Gewinnen, nämlich die aus kurzfristigen Transaktionen erlangten, verhindern will, dort ein umfassendes Verbot unlauterer Insidergeschäfte; hier ein Prinzip, dessen Anwendung einfach sein soll und das deshalb auf äussere,

⁹² Erleichtert wird er dadurch, dass in den Vereinigten Staaten die Inhaberaktie nicht zulässig ist.

klar bestimmbare Voraussetzungen abstellt, dort eine Ordnung, welche dem jeweiligen Einzelfall gerecht zu werden trachtet und deren Anwendung umfassende tatbeständliche Abklärungen voraussetzt.

b) Der Anwendungsbereich von section 16 (b)

Zu registrieren sind gemäss section 12 (g) des Securities Exchange Act alle Effekten von Gesellschaften, deren Papiere börslich oder ausserbörslich öffentlich gehandelt werden und die entweder eine Bilanzsumme von über einer Million Dollar oder mehr als 500 Aktionäre⁹³ aufweisen. Nur bei solchen *registrierpflichtigen Gesellschaften* findet section 16 (b) Anwendung⁹⁴.

Anders als die rule 10 b—5 kommt damit section 16 (b) nur zum Zug beim Handel mit Effekten von Gesellschaften mit einer gewissen Bedeutung. Sie ist stärker auf den Schutz des breiten Anlagepublikums ausgerichtet.

c) Wer ist Insider nach section 16 (b)?

Während gemäss rule 10 b—5 jedermann als Insider zu behandeln ist, der über vertrauliche Kenntnisse verfügt, ist der Kreis der Insider nach section 16 (b) nach äusserlichen Kriterien genau umrissen: Insider sind hier die (wirtschaftlichen) *Eigentümer von mehr als 10 % der Aktien einer Klasse*, die *Verwaltungsräte* und die Mitglieder der *Geschäftsleitung*. Ein tatsächlicher Zugang zu vertraulichen Informationen ist nicht gefordert.

Damit entfallen komplizierte Beweisverfahren, wie sie unter rule 10 b—5 notwendig sind. Die massgebenden Tatbestandsmerkmale sind in Verfahren gemäss section 16 (b) in aller Regel unbestritten. Immerhin hat die Praxis gezeigt, dass die genannten Kriterien trotz ihrer Einfachheit der Auslegung bedürfen.

Festzustellen, wer unter den Begriff «*Verwaltungsrat*» (director) fällt, macht kaum je Schwierigkeiten. Zweifelhafte kann bereits die Bestimmung der Mitglieder der *Geschäftsleitung* (officers) sein. Nach rule 3 b—2 der SEC erfasst der Begriff den President, den Vice-President (zu übersetzen etwa mit Direktionspräsident und dessen Stellvertreter), den Finanzchef, den Sekretär und den Chefbuchhalter einer Gesellschaft.

Umstritten ist, ob die *Stellvertreter* dieser Personen ebenfalls als «officers» zu betrachten sind, wenn sie faktisch die Stellung ihrer Vorgesetzten einnehmen.

⁹³ Genauer: Beteiligte.

⁹⁴ Theoretisch gilt auch hier das Erfordernis des «Interstate Commerce», das aber der praktischen Anwendung der Norm keine Schranken auferlegt, vgl. vorn Anm. 68.

Einzelne Gerichte haben dies bejaht und sind damit von der durch die section 16 (b) vorgesehenen Unterstellung nach rein äusseren Kriterien abgewichen. Andere haben ein solches Vorgehen im Hinblick auf den Charakter von section 16 (b) als Faustregel abgelehnt⁹⁵.

«*Wirtschaftlicher Eigentümer*» ist derjenige, der faktisch über Effekten verfügen kann. Wer seinen Aktienbesitz treuhänderisch einem Verwalter überträgt, bleibt daher wirtschaftlicher Eigentümer. Ein Aktionär wird sodann regelmässig auch als wirtschaftlicher Eigentümer der Aktien seiner Frau sowie seiner minderjährigen Kinder angesehen, allenfalls auch weiterer Angehöriger, die im gleichen Haushalt leben. Es steht ihm jedoch offen nachzuweisen, dass er tatsächlich nicht über deren Aktien verfügen konnte.

Besondere Probleme entstehen, wenn der Partner oder das Mitglied der Geschäftsleitung einer *Gesellschaft* als Verwaltungsrat in einem anderen Unternehmen tätig ist. Soll der Betreffende als «Vertreter» seiner Gesellschaft betrachtet werden oder nimmt er seine Funktion als Privatperson wahr? Im ersten Fall müsste konsequenterweise auch die Gesellschaft der section 16 (b) unterstellt werden, im zweiten kämen diese Regeln nur auf den Verwaltungsrat persönlich zur Anwendung.

Die Gerichte haben hier je nach den Umständen des Einzelfalls entschieden: Im Fall *Blau v. Lehman*⁹⁶ war ein Kollektivgesellschaftler Verwaltungsrat einer Aktiengesellschaft. Die Kollektivgesellschaft erzielte kurzfristig Gewinne im Handel mit den Aktien der betreffenden AG, wobei aber der als Verwaltungsrat amtierende Kollektivgesellschaftler an den Investitionsentscheidungen nicht teilgenommen hatte. Das Gericht betrachtete die Kollektivgesellschaft als ganzes nicht als Insider und verlangte deshalb lediglich, dass der auf den in der Verwaltung der AG tätigen Gesellschaftler entfallende Teil der Gewinne herauszugeben sei. Umgekehrt hatte ein Gericht in einem anderen Fall, wo sich ein Verwaltungsrat nach seiner Wahl als «Vertreter» seiner Gesellschaft ausgegeben hatte, die Kollektivgesellschaft der section 16 (b) unterstellt.

d) Die entscheidenden Tatbestandsmerkmale

Section 16 (b) wurde als klare, einfach zu handhabende Regel, die keine langen tatbeständlichen Abklärungen erfordern sollte, geschaffen. Entsprechend ist der Tatbestand gefasst: Section 16 (b) kommt zum Zug, wenn immer ein Insider im Sinne dieser Norm

⁹⁵ Vgl. *Colby v. Clune*, 178 F. 2d 849 (1949).

⁹⁶ 368 U. S. 403, 82 S. Ct. 451, 7 L. Ed. 2d 403 (1962).

durch *Kauf und Verkauf innerhalb von sechs Monaten Gewinne erzielt*. Ist diese Frist auch nur um einen Tag überschritten, findet section 16 (b) keine Anwendung. — Darauf, ob Insiderkenntnisse effektiv ausgenutzt wurden, kommt wie gesagt nichts an.

Wegen der in section 16 (a) aufgestellten *Melde- und Registrierpflicht* sind die Tatbestandsvoraussetzungen meist leicht feststellbar.

Wie bei rule 10 b—5 hat die Praxis auch hier die Begriffe «Kauf» und «Verkauf» weit ausgelegt⁹⁷.

Umstritten und von den Gerichten unterschiedlich beurteilt war lange Zeit die Frage, ob die *Ausübung eines Wandlungsrechts* als Kauf zu betrachten sei⁹⁸. Eine rule 16 b—9 der SEC von 1966 schliesst jetzt die Konversion vom Anwendungsbereich der section 16 (b) aus⁹⁹. Ebenso wenig fällt in der Regel der Aktienaustausch im Zusammenhang mit einer Fusion unter den Begriff des «Kaufs».

e) Wer kann klagen?

Klagen kann unter section 16 (b) zunächst einmal die *Gesellschaft selbst*.

Unterlässt sie es, dann kann *jeder Aktionär oder Obligationär* der Gesellschaft eine Klage anheben¹⁰⁰. Diese Möglichkeit ist deshalb von grosser Tragweite, weil die Gerichte dem obsiegenden Kläger jeweils sehr erhebliche Anwaltsentschädigungen zusprechen. Aus diesem Grunde «erwerben» spezialisierte Anwälte solche Prozesse und führen sie, ohne von einem Klienten beauftragt zu sein¹⁰¹.

⁹⁷ Immerhin haben sich die Gerichte gezwungen gesehen, von der «*crude rule of thumb*» abzuweichen und ihrerseits zu fragen, ob bei einer Transaktion im Einzelfall eine Missbrauchsmöglichkeit überhaupt besteht. So könnte die Umwandlung von Aktien in solche einer anderen Kategorie durchaus als «Kauf» betrachtet werden. Sie wurde es nicht in einem Fall, wo die Umwandlung zwar auf Anregung und im primären Interesse eines Grossaktionärs erfolgte, dieser aber den Mitaktionären seine Gründe und Absichten voll aufgedeckt hatte und sich die übrigen Aktionäre mit seinem Vorgehen einverstanden erklärt hatten, vgl. Roberts v. Eaton, 202 F. 2d 82 (1954), cert. den. 348 U. S. 827, 99 L. Ed. 652, 75 S. Ct. 44.

⁹⁸ Bejahend Heli-Coil Corp. v. Webster, 352 F. 2d 156 (1965), verneinend Blau v. Lamb, 363 F. 2d 507 (1966) cert. den. 385 U. S. 1002, 87 S. Ct. 707, 17 L. Ed. 2d 542.

⁹⁹ Denkbar wäre dagegen eine Unterstellung unter die Verbotsnormen von rule 10 b—5.

¹⁰⁰ Dabei ist nicht einmal erforderlich, dass er im Zeitpunkt der Verletzung bereits an der Gesellschaft beteiligt war. Es ist also möglich, sich ein Klagerecht durch den nachträglichen Erwerb eines Papiers der Gesellschaft zu «kaufen».

¹⁰¹ Dieses Vorgehen wird mehrheitlich weder von der Öffentlichkeit noch von den Gerichten als unethisch emp-

f) Die Sanktion

Die Sanktion von section 16 (b) ist — wie der Tatbestand — einfach gehalten: Der 16 (b)-Insider hat alle *Gewinne* aus Transaktionen, die innerhalb von sechs Monaten stattfanden, *herauszugeben*.

Die Gerichte verwenden dabei die *Berechnungsmethode, welche die höchsten Gewinne ausweist*: Sie vergleichen innerhalb des relevanten Zeitraums zunächst den günstigsten Ankaufs- und den höchsten Verkaufspreis, anschliessend den zweitiefsten Einstandspreis und den zweithöchsten Ausgangspreis ohne Rücksicht auf die zeitliche Folge der Transaktionen¹⁰².

Der 16 (b)-Insider hat seine *Gewinne an die Gesellschaft abzuliefern*, deren Papiere gehandelt wurden. Dies mag auf den ersten Blick erstaunen, ist doch die Gesellschaft von der Transaktion gar nicht berührt geschweige denn geschädigt worden. — Die Regelung erklärt sich wiederum aus dem Bestreben, eine klare und einfache Ordnung aufzustellen, eine Bestimmung, die nicht so sehr Strafe für begangenes und Ersatz für erlittenes Unrecht bezweckt als Prävention.

g) Würdigung

Durch ihre Ausrichtung auf klar feststellbare Elemente, die in der Regel keinen Spielraum für Erwägungen über Tatsachen und Indizien belassen, ist section 16 (b) eine wirksame Ergänzung zu rule 10 b—5:

Während rule 10 b—5 ihrer Konzeption und ihrem theoretischen Anwendungsbereich nach umfassend ist, stellen sich der praktischen Durchsetzung oft unüberwindliche Beweisschwierigkeiten entgegen. Hier soll section 16 (b) helfen. Ihre Ziele sind kurz gesteckt: Es geht lediglich darum, die besonders stossenden Gewinne aus kurzfristigen Insidertransaktionen zu verhindern, und auch dieses Ziel soll nur im Hinblick auf gewisse besonders wichtige Kategorien von Insidern erreicht werden. Dafür aber gewährt die Norm ein Optimum an praktischer Durchsetzbarkeit. Und während es rule 10 b—5 ermöglichen soll, den

funden. Vielmehr wird betont, dass diese Juristen eine öffentliche Funktion ausüben, indem sie für eine wirksame Durchsetzung der section 16 (b) sorgen; vgl. Cary (zit. Anm. 64) 812. Vgl. in diesem Zusammenhang auch Richard M. Buxbaum: Die private Klage als Mittel zur Durchsetzung wirtschaftspolitischer Rechtsnormen (Karlsruhe 1972).

¹⁰² Selbst wenn die Transaktionen als Ganzes verlustreich waren, ist damit der Unterstellte zur Herausgabe gezwungen, sobald auch nur einer der Verkaufspreise höher war als einer der Kaufpreise. Vgl. Smolowe v. Delendo Corp., 163 F. 2d 231 (1943).

Besonderheiten jedes Einzelfalles gerecht zu werden, ist section 16 (b) bewusst hart und unflexibel ausgestaltet, um ein Maximum an Rechtssicherheit und damit an präventiver Wirkung zu ermöglichen.

B. Lösungen im europäischen Raum ¹⁰³

In verschiedenen europäischen Ländern ist neuerdings versucht worden, Insider-Geschäften einen Riegel zu schieben. Die Lösungen sind teils vom amerikanischen Recht inspiriert, teils werden eigene Wege beschritten. Die nachfolgende Uebersicht muss sich auf einige Hinweise beschränken.

1. Grossbritannien ¹⁰⁴

a) Schon der Companies Act von 1947 ¹⁰⁵ sah vor, dass jeder «director of the company» seinen Besitz an Aktien und Obligationen der Gesellschaft und alle Mutationen in diesen Papieren in ein von der Gesellschaft zu führendes Register ähnlich dem Aktienregister eintragen lassen musste. Dieses Register stand Aktionären zur Einsicht offen. — Ein Verbot des Insiderhandels fehlte; dem director, der seine privilegierte Stellung ausnützte, drohten weder Strafe noch Schadenersatzklage, sondern lediglich soziale Missbilligung. Im Companies Act von 1967 ¹⁰⁶ ist dieses Prinzip der Offenlegung etwas verschärft ¹⁰⁷, jedoch grundsätzlich beibehalten und durch keine generelle Verbotsnorm ergänzt worden ¹⁰⁸.

Im Anschluss an verschiedene Insiderskandale ist nun eine erheblich strengere Ordnung in Vorbereitung, die 1974 in Kraft gesetzt werden soll ¹⁰⁹: Aktienhandel aufgrund von privilegierter Information soll künftig zum Straftatbestand werden, wobei empfindliche Sanktionen vorgesehen sind. Der Insider-

¹⁰³ Umfassende Uebersicht bei Hopt/Will (zit. Anm. 1).

¹⁰⁴ Vgl. Robert R. Pennington: Company Law (3d ed. 1973) 488 ff.; L.C.B. Gower: The Principles of Modern Company Law (3d ed. 1969) 388 f.; Palmer's Company Law (21st ed. by C.M. Schmitthoff/J.H. Thompson, London 1968) 996 f.; Hopt/Will (zit. Anm. 1) 102 ff.

¹⁰⁵ Abdruck der wesentlichen Stellen bei Hopt/Will (zit. Anm. 1) M-57.

¹⁰⁶ Abdruck der wesentlichen Stellen bei Hopt/Will (zit. Anm. 1) M-59 ff.

¹⁰⁷ Meldepflicht auch für Aktionäre, welche eine Beteiligung von zehn Prozent innehaben, Miterfassung des Besitzes von Ehegatten und Kindern, Offenlegung des Registers für jedermann.

¹⁰⁸ Untersagt wurde den unterstellten Personen der Terminhandel.

¹⁰⁹ Zur vorgesehenen Neuordnung vgl. Ww. in NZZ Nr. 343 vom 27. 7.1973, 5; W. Kratz in Weltwoche Nr. 32 vom 8.8.1973, 21; S. Blattner in Tages-Anzeiger vom 27.7.1973, 3.

begriff der Strafnorm soll weit gefasst werden und namentlich Direktoren, Angestellte, Grossaktionäre, professionelle Firmen- und Anlageberater sowie deren unmittelbaren Bekanntenkreis umfassen ¹¹⁰.

b) Zur staatlichen Ordnung hinzu tritt eine freiwillige Selbstregulierung durch die beteiligten Kreise: Grundlage dafür bildet insbesondere der «City Code on Take-overs and Mergers» von 1968 ¹¹¹, der die frühzeitige Information des Publikums sowie eine alseitige Handelssperre während Fusions- und Uebernahmeverhandlungen vorsieht ¹¹².

Ein neuer Verhaltenskodex des Institute of Directors ¹¹³ — die «Guidelines for Directors» — postuliert eine mehrwöchige Sperrfrist vor und nach der Veröffentlichung von Geschäfts- und Jahresberichten. Während dieser Frist sollen Organpersonen der Gesellschaft auf Transaktionen in den Papieren des eigenen Unternehmens verzichten.

2. Frankreich ¹¹⁴

a) Eine erste Regelung wurde in Frankreich anlässlich der grundlegenden Reformen des Gesellschaftsrechts Ende 1967 eingeführt ¹¹⁵. Nach englischem Vorbild wurden keine Verbotsnormen, sondern lediglich eine Kontrolle durch Offenlegung der Geschäfte vorgesehen: Insider hatten ihre Aktien entweder in Namenaktien umwandeln zu lassen oder in einem der Gesellschaft bekannt zu gebenden Bankdepot zu hinterlegen. Sie hatten Erwerb und Veräusserung von Papieren ihres Unternehmens regelmässig der neugeschaffenen Commission des Opérations de Bourse (einer Art SEC) zu melden. Im Gegensatz zu England führte die Meldung jedoch nicht zur direkten Offenlegung an das Publikum. Vielmehr hatte die Kommission nach freiem Ermessen zu bestimmen, welche der ihr zugegangenen Mitteilungen sie der Öffentlichkeit zur Kenntnis bringen wollte.

Eine originelle Regelung ¹¹⁶ wurde für die Bestimmung des Kreises der Unterstellten getroffen: Insider

¹¹⁰ Ferner soll die Limite für die Meldepflicht von Grossaktionären auf fünf Prozent herabgesetzt werden.

¹¹¹ Abdruck der wesentlichen Stellen bei Hopt/Will (zit. Anm. 1) M-80.

¹¹² Ueber die Einhaltung wacht eine Kommission, das Panel on Take-Overs and Mergers.

¹¹³ Vgl. eg. in NZZ Nr. 460 vom 4.10.1973, 3.

¹¹⁴ Vgl. Georg Leistner: Das französische Insider-Recht, Die Aktiengesellschaft 16 (1971) 360 ff.; Heinz Bremer: Die Insider-Regeln, Die Aktiengesellschaft 16 (1971) 55 f.; Hopt/Will (zit. Anm. 1) 108 ff.

¹¹⁵ Ordonnance Nr. 67-833 vom 28.9.1967, durch weitere Erlasse modifiziert und ergänzt; Abdruck der wesentlichen Stellen bei Hopt/Will (zit. Anm. 1) M-90 ff.

¹¹⁶ Die jedoch — wie sich in der Folge zeigte — nicht realisierbar war.

sollten nicht nur der Präsident, die Mitglieder des Verwaltungsrates, die Generaldirektoren sowie die Mitglieder des Aufsichtsrats und der Direktion einer Gesellschaft sein, sondern darüber hinaus eine Gruppe von Arbeitnehmern, welche von der Commission des Opérations de Bourse für jede einzelne Gesellschaft individuell festzulegen war. Dabei sollte es nicht auf den Rang, sondern allein auf den tatsächlichen Zugang zu vertraulicher Information ankommen¹¹⁷.

Der Versuch erwies sich als völliger *Fehlschlag*, zunächst deshalb, weil die Commission des Opérations de Bourse die Öffentlichkeit nur äusserst bescheiden orientierte, sodann auch, weil die Selbstjustiz des Marktes, auf welche die Idee der Offenlegung vertraut, in Frankreich offensichtlich nicht zum Spielen kam.

b) Anfangs 1971 wurde das bisherige System durch ein neues und gänzlich anders geartetes abgelöst¹¹⁸: Zwar blieb die Pflicht bestimmter Insider¹¹⁹, ihre Papiere in Namenaktien umzuwandeln oder zu deponieren. Die Meldepflicht für Transaktionen wurde jedoch fallen gelassen¹²⁰. Dafür wird nun die Ausnutzung privilegierter Information *verboten und unter Strafe gestellt*. Täter kann jedermann sein, der Transaktionen aufgrund vertraulicher Kenntnisse vornimmt; unter die Strafnorm fallen also nicht nur diejenigen Personen, die zur Umwandlung oder Deponierung ihrer Papiere verpflichtet sind. Zivilrechtliche Sanktionen sind auch heute keine vorgesehen.

3. Deutschland¹²¹

a) In Deutschland wurden Insider-Geschäfte erstmals in den sogenannten Insiderhandels-Richtlinien

¹¹⁷ Zu Insidern erklärt werden konnten demnach auch etwa die Sekretärin und der Direktionsassistent.

¹¹⁸ Loi Nr. 70-1208 vom 23.12.1970.

¹¹⁹ Die Gruppe ist nun im Gesetz abschliessend aufgezählt; die Bestimmung, wonach die Commission des Opérations de Bourse weitere Personen als Insider bezeichnen kann, wurde preisgegeben.

¹²⁰ Eine systematische Verarbeitung der Meldungen war offensichtlich nicht realisierbar, und die Möglichkeit, Transaktionen zum Zwecke der Abschreckung offen zu legen, erwies sich als Totgeburt: 1969 wurde keine einzige Meldung publiziert, vgl. Leistner (zit. Anm. 114) 363.

¹²¹ Vgl. Bremer (zit. Anm. 114); Georg Leistner: Das Insider-Recht in der Bundesrepublik — Ein Schlag ins Wasser!, Zeitschrift für Rechtspolitik 6 (1973) 201 ff.; Hopt/Will (zit. Anm. 1) 111 ff.; Ulrich Holschbach: Haftungsprobleme im Bereich der Insider-Wertpapiergeschäfte, Neue Juristische Wochenschrift 26 (1973) 2006 ff.; Norbert Horn: Wertpapiergeschäfte von Innenseitern als Regelungsproblem, Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht 136 (1972) 369 ff.

vom 13.11.1970¹²² rechtlich erfasst: Die Empfehlungen basieren auf dem Gedanken der *privaten Selbstkontrolle*. Organpersonen und leitende Angestellte sollen Transaktionen in börsenkotierten oder zur Kotierung an der Börse vorgesehenen Papieren ihrer Gesellschaft «zu keinem Zeitpunkt und in keiner Weise unter Ausnutzung vertraulicher Informationen, die von Einfluss auf die Bewertung der Insiderpapiere sein können und von denen sie aufgrund ihrer Stellung Kenntnis erlangt haben, zu eigenem Vorteil oder zum Vorteil Dritter abschliessen oder abschliessen lassen»¹²³. Diejenigen Gesellschaften, welche diese auf privater Basis erarbeiteten Empfehlungen anerkennen¹²⁴, sollen von den als Insider in Betracht kommenden Personen einen Revers unterschreiben lassen, durch den sie sich den Richtlinien unterstellen. Die Durchsetzung der Regelung soll in Zusammenarbeit der Gesellschaft und der Spitzenverbände der deutschen Wirtschaft gewährleistet werden.

b) In der Literatur ist dieser deutsche Ehrenkodex fast durchwegs *kritisiert*¹²⁵ und als «Schlag ins Wasser» bezeichnet worden¹²⁶. Allenthalben wird der Ruf nach dem Gesetzgeber laut¹²⁷.

4. Ansätze zu einem Insiderrecht für den europäischen Rechtsraum

a) Schon der Segré-Bericht vom November 1966¹²⁸ betont, es müsse «darauf geachtet werden, dass alle

¹²² Empfehlungen der Börsensachverständigenkommission beim Bundeswirtschaftsministerium zur Lösung der sog. Insider-Probleme; Abdruck bei Hopt/Will (zit. Anm. 1) M-100.

¹²³ Ziff. 1 der Empfehlung.

¹²⁴ Ende 1972 waren erst die Hälfte der angesprochenen Gesellschaften diesem Gentlemen's Agreement beigetreten. Seither scheint allerdings die Zahl der Beitritte erheblich angestiegen zu sein, und zwar namentlich deshalb, weil seit dem 1.4.1973 Aktiengesellschaften, welche sich den Insiderhandels-Richtlinien unterstellt haben, im Börsenkursblatt speziell bezeichnet werden, vgl. Holschbach (zit. Anm. 121) Fussnote 4.

¹²⁵ Vgl. Leistner (zit. Anm. 121); Hopt/Will (zit. Anm. 1) 111 ff.; Horn (zit. Anm. 121) 380 ff.; Bremer (zit. Anm. 114) 56.

¹²⁶ Vgl. auch die Äusserung des Zürcher Banquiers H. Vontobel, der im Hinblick auf die Schwierigkeiten einer Bekämpfung von Insidergeschäften erklärt, diese könnten «auch nicht durch ‚Gentlemen Agreements‘, wie sie die deutschen Effektenbörsen kennen, verhindert werden»; Schweizerische Handelszeitung Nr. 46 vom 15.11.1973, 9.

¹²⁷ So bei Leistner, Holschbach, Horn (alle zit. Anm. 121) und auch bei Hopt/Will (zit. Anm. 1).

¹²⁸ Der Aufbau eines Europäischen Kapitalmarktes, Bericht einer von der EWG-Kommission eingesetzten Sachverständigengruppe (Brüssel 1966).

am Börsengeschäft Beteiligten gleichgestellt werden und dass bestimmte Gruppen, die auf Grund ihrer Aufgaben in der Gesellschaft über Informationen verfügen, die den Markt beeinflussen können, dadurch keine Sondervorteile gegenüber den anderen am Börsenhandel Beteiligten geniessen»¹²⁹. Nach dem Bericht sollten daher Massnahmen getroffen werden, die «verhindern, dass diese Personen Informationen, die ihnen auf Grund ihrer Tätigkeit zur Kenntnis gelangen, dazu benutzen, zu ihrem eigenen Vorteil Transaktionen mit den Papieren der Gesellschaft zu tätigen, bevor diese Informationen allgemein bekannt werden»¹³⁰. Zur Kontrolle «könnten die Börsenbehörden oder Verwaltungsinstanzen zu nachträglichen Nachforschungen bei Kursschwankungen ermächtigt werden, die den Verdacht einer den genannten Grundsätzen zuwiderlaufenden Tätigkeit der Verwaltungsrats- oder Vorstandsmitglieder nahelegen». Die Anregung ist bisher noch nicht realisiert worden.

b) Im Vorschlag eines *Statuts für eine Europäische Aktiengesellschaft* (SE) findet sich in Art. 82 eine Insiderregelung, die einerseits am englischen und früheren französischen Offenlegungsprinzip, andererseits an der amerikanischen section 16 (b) orientiert ist¹³¹: Vorstand, Aufsichtsrat, Abschlussprüfer und Aktionäre mit einer Beteiligung von mehr als 10 % haben ihre Aktien entweder in Namenaktien umzuwandeln oder bei einer Bank zu hinterlegen. Sie haben deren Erwerb und Veräusserung dem Europäischen Handelsregister mitzuteilen, das jedermann zur Einsicht offen steht. Gewinne, die ein Insider im Sinne des Art. 82 durch Kauf und Verkauf innerhalb eines Zeitraumes von sechs Monaten erzielt, sind an die Gesellschaft abzuführen.

c) Einen umfassenden Vorschlag, der allenfalls durch das Mittel der Richtlinie zu realisieren wäre, erarbeiteten Hopt/Will in ihrer neuen Monographie¹³².

C. Zusammenfassung und Hinweis auf rechtspolitische Tendenzen

Die vorstehende Uebersicht zeigt eine *breite Palette von Lösungsversuchen* auf:

— Während einzelne Staaten eine umfassende Ordnung anstreben, begnügt man sich andernorts mit

einer Regelung nur der besonders stossenden oder offensichtlichen Fälle.

— Auf äussere Tatbestände abstellende Faustregeln — im Interesse der Praktikabilität bewusst starr aufgebaut — stehen komplexen Normgefügen gegenüber, welche die materielle Gerechtigkeit im Einzelfall sicherstellen sollen.

— Auch mit Bezug auf die formellen Grundlagen finden sich die verschiedensten Varianten: Zivilrecht, Strafrecht, Börsenrecht und schliesslich auch freiwillige private Vereinbarungen werden als Basis für ein Insiderrecht in Anspruch genommen.

Die Skizze weist aber auch auf gewisse *rechtspolitische Tendenzen* hin:

— auf die Kritik an der blossen Selbstregulierung und die Tendenz zur gesetzlichen Ingriffnahme des Problems¹³³,

— auf die Abkehr vom Prinzip der schlichten Offenlegung und die Hinwendung zu Verbotsnormen¹³⁴,

— auf die Bestrebungen, sich nicht mit der Pflicht zu Schadenersatz oder Gewinnabführung zu begnügen, sondern pönale Sanktionen vorzusehen¹³⁵.

V. Regelungsvorschläge für die Schweiz

1. Bisherige Vorstösse

a) Der *Ruf nach einer Insiderpraktiken beschränkenden Ordnung* ist in der letzten Zeit auch in der Schweiz laut geworden; es wird von der «leidigen und dringend einer wirksamen Regelung bedürftigen Insider-Frage»¹³⁶ gesprochen und verlangt, «dass sich die für den Effektenhandel auf dem ‚Finanzplatz Schweiz‘ zuständigen und verantwortlichen Organe endlich ernsthaft mit der Frage befassen würden, wie solch verwerflichen Praktiken künftig wirkungsvoller begegnet werden könnte»¹³⁷.

b) Zurückhaltend äussert sich *Klainiguti*¹³⁸, der eine «blinde Nachäffung der amerikanischen Rege-

¹²⁹ Vgl. die Tendenzen in Deutschland und England.

¹³⁰ Vgl. Entwicklung und Entwicklungstendenzen in England und Frankreich.

¹³¹ Vgl. die Entwicklung in England und Frankreich; auch in Deutschland wird die Einführung einer Strafvorschrift mit Nachdruck gefordert, vgl. neuestens Holschbach (zit. Anm. 121) 2008 f.; kritisch zur Einführung von Strafnormen allerdings Hopt/Will (zit. Anm. 1) 148.

¹³² H.A. (zit. Anm. 1). Die Dringlichkeit einer Ordnung betont auch Schmitz (zit. Anm. 1).

¹³³ H.A. (zit. Anm. 4); vgl. neuestens auch «Anno 709 p. R.*», Schlussbericht der Prospektivkonferenz der Neuen Helvetischen Gesellschaft (Aarau 1973) 227.

¹³⁴ Zit. Anm. 1, 6.

¹²⁹ 263.

¹³⁰ 264.

¹³¹ Vgl. Walter R. Schluop: Die Bemühungen um ein europäisches Gesellschaftsrecht und der Vorschlag für eine Teilrevision des schweizerischen Aktienrechts, SAG 45 (1973) 57 ff., 68, sowie Hopt/Will (zit. Anm. 1) 140 ff.

¹³² Zit. Anm. 1, 152 ff.

lung» ablehnt, aber immerhin die amerikanische Ordnung und ihren reichhaltigen Erfahrungsschatz für die Ausarbeitung einer schweizerischen Lösung beziehen will. *Wirz*¹³⁹ stellt die Frage, «ob nicht auch in der Schweiz durch eine *gesetzliche Regelung* die Gewinne aus kurzfristigen Wertpapiergeschäften an der Börse einzudämmen sind, die dadurch erzielt werden, dass der Gewinnende von seiner führenden Stellung innerhalb der Unternehmung . . . profitiert». Laut *Finanz und Wirtschaft*¹⁴⁰ sind «entsprechende Vorschriften, z. B. nach amerikanischer Art, . . . dringend erforderlich und zwar auch für ausser- oder vorbörslich gehandelte Titel».

c) Eine Regelung durch einen *Ehrenkodex*, ein *Gentlemen's Agreement*, das in Zusammenarbeit von Unternehmen, Banken und Börsen auszuarbeiten und durchzusetzen wäre, schlagen in der Neuen Zürcher Zeitung *Portmann*¹⁴¹ und *Apt*¹⁴² vor. Auch *Stockmann*¹⁴³ und *Schmitz*^{143a} plädieren für eine Regelung auf Grundlage der Freiwilligkeit¹⁴⁴.

d) *Leibacher*¹⁴⁵, der m. W. bisher als einziger für die Schweiz eine Lösungsskizze vorgelegt hat, will einen mittleren Weg zwischen gesetzlicher Ordnung und Freiwilligkeit einschlagen und durch eine Revision der *Kotierungsvorschriften* der Vereinigung Schweizerischer Effektenbörsen die nötigen Sicherungen einführen: Auf diesem Wege sollen die Publizitätsvorschriften für börsenkotierte Gesellschaften verschärft werden. Gleichzeitig soll — ähnlich wie in den USA — eine Meldepflicht für Verwaltungsrat und leitendes Management eingeführt werden. Der Meldepflicht würden der Besitz an Aktien des eigenen Unternehmens sowie alle Bestandesbewegungen in diesen Titeln unterliegen. Damit wäre eine Grundlage sowohl zur Gewinnabführung an die Gesellschaft wie für zivilrechtliche Klagen gelegt.

e) Konkrete Massnahmen sind allerdings bisher weder von staatlicher Seite noch von den Börsen bzw. den Unternehmen mit regelmässig gehandelten Aktien

¹³⁹ Zit. Anm. 1, 58.

¹⁴⁰ Nr. 21 vom 15.3.1969, 4.

¹⁴¹ Zit. Anm. 1.

¹⁴² Zit. Anm. 4.

¹⁴³ Heinrich Stockmann: Zum Problem der Gleichbehandlung der Aktionäre, Festschrift Bürgi (Zürich 1971) 387 ff., 403, Fussnote 25.

^{143a} Zit. Anm. 1.

¹⁴⁴ Vgl. auch H. Herschsohn: Der Sparer als Aktionär, SAG 42 (1970) 65 ff., 72, nach dem «jede staatliche Einmischung im Sinne des amerikanischen Investorenschutzes eine den schweizerischen Verhältnissen nicht angemessene Intervention wäre», der aber immerhin «intern-gesellschaftliche Massnahmen» befürwortet.

¹⁴⁵ Zit. Anm. 1.

ausgearbeitet worden. Zwar bemerkt der Jahresbericht 1970 der Basler Effektenbörse, es stelle sich die Frage, ob nicht eine Lösung ähnlich dem englischen City Code «von den Behörden unserer schweizerischen Börsen in enger Zusammenarbeit mit den börsennotierten Gesellschaften eingehend geprüft werden sollte»¹⁴⁶. Der Fragestellung ist bisher jedoch die Tat nicht gefolgt¹⁴⁷.

2. Wünschbarkeit und Zielsetzung einer künftigen schweizerischen Ordnung

a) Es wurde bereits dargelegt, dass Transaktionen in Wertpapieren aufgrund privilegierter Information abzulehnen sind¹⁴⁸. Ebenso wurde gezeigt, dass solche Transaktionen in der Schweiz immer wieder *vorkommen*¹⁴⁹ und dass aufgrund des geltenden Rechts ein *Einschreiten praktisch nicht möglich* ist¹⁵⁰. Damit *drängen sich m. E. rechtspolitische Schritte auf*.

Kritisch mag allerdings eingewendet werden, dass eine Ordnung in diesem Bereich *nur lückenhaft durchsetzbar* ist und dass daher von einer Regelung besser abgesehen werde. Dieser Einwand ist angesichts der aus den Vereinigten Staaten und England trotz rechtlicher Schranken immer wieder gemeldeten Insidergeschäfte¹⁵¹ gewiss nicht leicht zu nehmen. Die Argumente, die für eine Regelung sprechen, sind jedoch nach meiner Ansicht stärker. Zurecht betonen Hopt/Will, «dass Umgehung ein allgemeines Problem ist, mit dem der Gesetzgeber überall und besonders im Wirtschaftsrecht zu kämpfen hat und dem er nicht dadurch entgehen sollte, dass er das zu missbilligende Verhalten generell duldet»¹⁵².

b) *Leitbild* kann in der Schweiz keineswegs eine perfektionistische Lösung sein¹⁵³; vielmehr soll die zu

¹⁴⁶ 15.

¹⁴⁷ Auch der Zwischenbericht der Expertenkommission Tschopp enthält leider keinerlei Vorschläge; vgl. S. 38 dieses Berichts, wonach die Expertenkommission Fragen der Wirtschaftskriminalität ausklammerte.

¹⁴⁸ Vgl. vorn II.

¹⁴⁹ Vgl. vorn I. Ziff. 1.

¹⁵⁰ Vgl. vorn III.

¹⁵¹ Für die USA vgl. M.W. in *Finanz und Wirtschaft* Nr. 38 vom 19.5.1973; für England W. Kratz in *Weltwoche* Nr. 32 vom 8.8.1973, 21 und F.K. in *Tages-Anzeiger* vom 22.6.1973, 7.

¹⁵² Zit. Anm. 1, 151. Vgl. dort auch den Hinweis in Fussnote 27, wonach die Regelung in den USA einen positiven Einfluss auf die Geschäftspraxis hatte. — Ähnlich für die Schweiz Schmitz (zit. Anm. 1).

¹⁵³ Das Beispiel Frankreichs zeigt, dass solche Ordnungen zum Scheitern verurteilt sind. Die ausgebaute amerikanische Regelung wurde nur als Frucht einer jahr-

treffende Regelung *einfach* sein, sich in die bestehende *Rechtsordnung einfügen*, und es soll ihre *Durchsetzbarkeit* im Rahmen des Möglichen gewährleistet werden.

Dabei ist m. E. drei Momenten besondere Aufmerksamkeit zu schenken:

- Wenn es richtig ist, dass Gelegenheit Diebe macht, dann ist ein Schutz gegen unlautere Insidergeschäfte vor allem aus einer *Einschränkung der Gelegenheiten* für solche Geschäfte zu erwarten¹⁵⁴.
- Sodann geht es wohl zunächst und v. a. darum, ein *Unrechtsbewusstsein zu bilden*, die Rechtswidrigkeit der Ausnützung von Insidervorteilen klar festzuhalten¹⁵⁵.
- Endlich sollen unlautere Insidergeschäfte *riskant gemacht* werden; die zu treffende Ordnung soll abschreckend wirken¹⁵⁶.

3. Verbesserte Firmenpublizität als wirksamer Damm gegen Insidergeschäfte

a) Insiderhandel basiert auf der *Ausnutzung von Informationsvorsprüngen*, Insider-Probleme sind damit «gewissermassen Publizitätsprobleme». Damit liegt auf der Hand, dass ein *Ausbau der Firmenpublizität* auch im Hinblick auf die Einschränkung von Insidergeschäften wünschbar ist. Eine offene Publizitätspolitik, die eine vernünftige Beurteilung der wirtschaftlichen Lage eines Unternehmens gestattet, ist *das* Mittel zur Einschränkung der Gelegenheit für unlautere Insidergeschäfte¹⁵⁷.

Ueber die Wünschbarkeit vermehrter Firmenpublizität ist in den letzten Jahren zuviel geschrieben worden, als dass hier noch zusätzliche Ausführungen

zehlten Entwicklung durch ein äusserst fruchtbares case law möglich, ein Vorgehen, für das hierzulande nicht nur die Rechtstradition, sondern auch das nötige Fallmaterial fehlt.

¹⁵⁴ Dazu nachstehend Ziff. 3.

¹⁵⁵ Aehnlich Hopt/Will (zit. Anm. 1) 151; dazu nachstehend Ziff. 4.

¹⁵⁶ Dazu nachstehend Ziff. 4.

¹⁵⁷ Zurecht wird daher von den Befürwortern eines Insiderrechts die Bedeutung einer offenen Informationspolitik betont; vgl. H.A. und Pm. (beide zit. Anm. 1); auch Herschsohn (zit. Anm. 144), der sich gegen besondere Insiderregeln ausspricht, verlangt ein beschleunigtes Bekanntmachungsverfahren (vgl. 185 f.). — Nicht von ungefähr gehen in den Vereinigten Staaten ein hoher Publizitätsstandard und ein ausgebauter Schutz vor Insidertransaktionen Hand in Hand; vgl. dazu Christoph Löw: Der Informationsanspruch des Aktionärs im amerikanischen Recht (Basel 1973).

nötig wären¹⁵⁸. Der Zwischenbericht der Expertenkommission Tschopp zur Ueberprüfung des Aktienrechts sieht ebenfalls einige wesentliche Verbesserungen der gesetzlichen Publizitätspflichten vor¹⁵⁹.

b) Firmenpublizität im herkömmlichen Sinn umfasst nun aber immer nur Information über *Vergangenes*. Der Vorteil des Insiders jedoch liegt häufig in seinen *Kenntnissen künftiger Ereignisse*. Für solche künftigen (und oft zumindest anfänglich noch unsicheren) Ereignisse eine Publizitätspflicht gesetzlich zu statuieren scheint mir sehr problematisch. Zweifellos ist eine frühe Information des Publikums etwa über Fusionsabsichten zu begrüssen¹⁶⁰. Auch kann eine entsprechende Politik allenfalls in Gentlemen's Agreements vereinbart werden. Einer rechtlichen Normierung aber entzieht sich m. E. dieser Bereich: Nicht nur wären die Eingriffe in die Geheimsphäre von Unternehmungen unzumutbar, es liesse sich auch kaum generell festhalten, wann und in welchem Umfang das Publikum aufzuklären ist. Schliesslich ist nicht zu übersehen, dass sich die Zukunft immer anders entwickeln kann als erwartet und dass Fehlinformationen zu wilden Spekulationen führen können^{161, 161a}.

c) Damit steht auch fest, dass eine offene Informationspolitik spezifische *Insiderregeln* zwar *unterstützen*, nicht aber *ersetzen kann*.

4. Spezifisches Insiderrecht

a) Die beiden Ziele, das Unrechtsbewusstsein zu fördern und abschreckend zu wirken, werden am besten durch Einführung einer *Strafnorm* erfüllt: Die Deklaration der Ausnützung von Inside-Information als Straftatbestand dürfte ihre Missbilligung am deut-

¹⁵⁸ Vgl. statt vieler Werner Kupper: Stille Reserven und Aktionärsinteressen (Diss. Zürich 1967) sowie Werner Niederer: Die stillen Reserven, Probleme der Aktienrechtsrevision (Bern 1972) 33 ff.

¹⁵⁹ Vgl. 39 ff. Für den europäischen Rechtsraum nun sehr weitgehend der Vorschlag einer Richtlinie... für den Börsenzulassungsprospekt, Bulletin der Europäischen Gemeinschaften, Beilage 8/72 (Brüssel 1972).

¹⁶⁰ Mustergültig vorbereitet war diesbezüglich die Fusion von Ciba und Geigy.

¹⁶¹ Ein Beispiel bietet wiederum die Fusion Ciba/Geigy: Die Aeusserung der Verwaltungsräte, es sei eine Bewertung im Verhältnis 1:1 vorgesehen, liess die Ciba- und Geigy-Aktien «wilde Kurssprünge vollziehen». Die Relation bezog sich auf die Gesamtheit der Unternehmen, wurde aber von einigen Aktionären auf die einzelnen Aktien bezogen; vgl. P. K. (Paul Klügl) in Weltwoche vom 12.9.1969.

^{161a} Solange eine Orientierung der Öffentlichkeit nicht tunlich ist, sollte der Kreis der Eingeweihten möglichst klein gehalten werden, vgl. Schmitz (zit. Anm. 1).

lichsten zum Ausdruck bringen, die Gefahr der Strafe (und nicht nur einer zivilrechtlichen Herausgabepflicht) am ehesten von der Begehung der Tat abhalten.

Die *Qualifizierung als Delikt* dürfte auch das einzige Mittel sein, den stets eintretenden *Beweisnotstand* des privaten Geschädigten zu überbrücken.

Die Einführung einer zusätzlichen Strafnorm hat ferner den Vorteil der *Einfachheit* für sich: Die Einheit der Rechtsordnung bleibt gewahrt, es brauchen keine neuen Behörden¹⁶² geschaffen^{162a}, keine komplizierten Verordnungen erlassen zu werden.

Zu erinnern ist auch daran, dass zur Zeit *im Ausland vermehrt Strafnormen eingeführt* werden¹⁶³.

b) Unter Strafe zu stellen wäre die *Ausnützung von vertraulicher bzw. nicht allgemein zugänglicher Information über Tatsachen, die für die Bewertung von Effekten wesentlich sind*. Als *wesentlich* könnten im Anschluss an die amerikanische Praxis¹⁶⁴ jene Vorkommnisse bezeichnet werden, die ihrer Natur nach ausserordentlich sind und bei denen ziemlich sicher anzunehmen ist, dass sie einen substantiellen Einfluss auf den Marktpreis der gehandelten Papiere haben. Insbesondere müssten als *wesentlich* beurteilt werden Kenntnisse über geplante Zusammenschlüsse, über Kapitalerhöhungen und -herabsetzungen, über erhebliche Veränderungen in der Ertragslage und der Dividendenausschüttung, über in- und ausländische Regierungsmassnahmen und Prozesse, die den Wert des Unternehmens erheblich zu beeinflussen geeignet sind.

Die Bestimmung sollte m. E. den *Effektenhandel schlechthin*¹⁶⁵ erfassen, also *nicht auf den börslichen Handel und nicht auf Aktien beschränkt sein*¹⁶⁶.

¹⁶² Etwa im Sinne der amerikanischen SEC.

^{162a} Anlässlich der Diskussion zu diesen Ausführungen vor dem Bernischen Juristenverein wurde von kompetenter Seite stark bezweifelt, dass diese Sachverhalte den ordentlichen Untersuchungsbehörden zur Bearbeitung zugewiesen werden könnten. Ich teile diese Skepsis, halte sie aber für angebracht bei jeder Art von Wirtschaftsdelikten. Ein spezifisches Problem des Insiderrechts stellt sich nicht.

¹⁶³ Vgl. vorn IV. B Ziff. 1 a und 2 b. Für die Einführung einer Strafnorm in Deutschland Holschbach (zit. Anm. 121) sowie Klaus Tiedemann/Jean Cosson: Straftaten und Strafrecht im deutschen und französischen Bank- und Kreditwesen (Köln 1973) 33; kritisch dagegen Hopt/Will (zit. Anm. 1) 148.

¹⁶⁴ Vgl. vorn bei Anm. 80.

¹⁶⁵ Allenfalls unter Ausschluss des Handels face-to-face.

¹⁶⁶ Da ein Börsenzwang für Publikumsgesellschaften fehlt, muss auch der ausserbörsliche Handel erfasst sein. — Nicht nur bei Aktien, sondern auch bei anderen Wertpapieren kann Insiderhandel eine Rolle spielen: Ein

Doch wäre der neue Straftatbestand als *Sonderdelikt* auszugestalten und der Kreis der erfassten Personen beschränkt zu halten: Zu unterstellen wären allerdings nicht nur Personen in Organfunktion sowie leitende Angestellte, sondern auch weiteres Personal, das zu vertraulicher Information Zugang hat^{166a}. Erfasst werden müssten wohl auch Bankenvertreter und Mitarbeiter von Treuhandgesellschaften sowie Anwälte, die zu nicht allgemein erhältlicher Information Zugang erhalten, ferner Beamte, die davon ex officio Kenntnis erlangen. Darüber hinaus auch weitere «externe» Insider zu erfassen würde grosse Auslegungs- und Abgrenzungsprobleme stellen und sollte wohl unterbleiben¹⁶⁷. Dafür könnte neben der persönlichen Ausnützung von Information auch die vertrauliche *Weitergabe* unter Strafe gestellt werden.

Zu erfassen wäre nur *absichtliches* Verhalten.

c) *Zivilrechtlich* würde an sich OR 41 — im Zusammenhang mit der vorgeschlagenen Strafnorm — für die Geltendmachung von Ansprüchen seitens geschädigter Anleger ausreichen. Da es jedoch schwer fallen und vielfach unmöglich sein dürfte festzustellen, welcher Aussenseiter an den Insider verkaufte bzw. von ihm kaufte, wäre zu prüfen, ob allenfalls die Anleger, welche durch Kauf oder Veräusserung in einem bestimmten Zeitraum Verluste erlitten, zu einer Art *Gläubigergemeinschaft* zusammenzufassen wären, die die Gewinne der ertappten Insider unter sich — quasi als Konkursdividende — zu verteilen hätte¹⁶⁸. Die Wünschbarkeit einer solchen Ordnung müsste

Beispiel ist das Konversionsangebot für eine Obligationenanleihe der Schweizerischen Bankgesellschaft im Frühjahr 1971: Der Kurs dieser 3 1/4 %-Anleihe stieg bei hohen Umsätzen um mehrere Prozente an, bevor der Öffentlichkeit bekanntgegeben wurde, dass die Anleihe vorzeitig zurückbezahlt bzw. zur Konversion in eine 6 %-Optionsanleihe vorgesehen werde; vgl. Leibacher (zit. Anm. 1).

^{166a} Ebenso Schmitz (zit. Anm. 1), der allerdings nicht für eine Strafnorm eintritt.

¹⁶⁷ In den Vereinigten Staaten, wo nicht nur Tipgeber, sondern auch Tipempfänger den Insiderregeln unterstellt werden, ist die Grenzziehung zur Zeit noch vollständig offen und bereitet grosse Schwierigkeiten.

¹⁶⁸ Für eine solche Lösung spricht — falls sie sich als praktikabel erweist — der Grundsatz der Gleichbehandlung: Ohne eine entsprechende Regelung werden einzelne Aussenseiter-Aktionäre für ihren Schaden entschädigt, während andere — die zur gleichen Zeit und unter den gleichen Umständen Geschäfte tätigten — leer ausgehen. Dies lediglich deshalb, weil die ersteren zufällig Insidern gegenüberstanden, die anderen nicht. Bei Transaktionen über Börsen- und Wertpapierhändler, bei denen die Wahl des Vertragspartners völlig belanglos ist, ist diese Differenzierung unbefriedigend.

allerdings sehr sorgfältig abgeklärt werden, da sie dem Postulat der Einfachheit kaum gerecht zu werden vermöchte.

Eine *Registrierungspflicht* für Insider, wie sie Leibacher¹⁶⁹ vorschlägt, würde die strafrechtliche Erfassung und die zivilrechtliche Weiterverfolgung von Insidertatbeständen allenfalls erleichtern, wäre aber dafür weder notwendig noch ausreichend. Wird die Registrierung verlangt, dann müsste mit ihr wohl auch eine *Hinterlegung* von Inhaberpapieren und blanko zedierten Namenpapieren einhergehen. Auch damit würden recht erhebliche Einschnitte in die bestehende zivilrechtliche Ordnung notwendig¹⁷⁰.

Abzulehnen bzw. neben der vorgeschlagenen Strafnorm unnötig sind m. E. *zusätzliche zivil- oder börsenrechtliche Verpflichtungen*¹⁷¹, *abzulehnen* ist insbesondere eine *Kausalhaftung* auch für unschuldige Insider nach amerikanischem Vorbild.

d) *Kotierungsvorschriften* und *Gentlemen's Agreements* zwischen Publikumsunternehmen, Banken und Börsen könnten eine ergänzende Funktion einnehmen:

So könnte die von Leibacher¹⁷² vorgeschlagene *Registrierungspflicht* zur *Kotierungsvoraussetzung* er-

¹⁶⁹ Zit. Anm. 1.

¹⁷⁰ Berührt wird hier grundsätzlich der Problemkreis der Anonymität im Aktienrecht. Vgl. dazu Alain Hirsch: *L'anonymat de l'actionnaire dans la Société Anonyme*, Festschrift Hug (Bern 1968) 307 ff. — Wiederum ist die Frage nach der praktischen Wirksamkeit und Realisierbarkeit zu stellen. Gegen solche Vorschriften spricht allerdings nicht schon, dass sie sich nur schwer überwachen lassen: Ähnliche Probleme finden sich auch bei der steuerlichen Selbsttaxation. — Einen gewissen Anhaltspunkt vermöchte die im geltenden Recht gemäss OR 709 vorgesehene Hinterlegung von Pflichtaktien zu bieten. — Der Insiderbegriff könnte bei der Normierung einer solchen Registrierungs- und Hinterlegungspflicht mit dem strafrechtlichen selbstverständlich nicht übereinstimmen, sondern müsste enger gefasst werden.

¹⁷¹ Insbesondere kann ein generelles Handelsverbot für Insider nicht ernsthaft zur Diskussion gestellt werden: Die heutige Tendenz geht klar dahin, durch Mitarbeiterbeteiligung in den verschiedensten Spielarten den Aktienbesitz von im Unternehmen Tätigen zu fördern, nicht ihn zu hemmen. — Fragen könnte sich höchstens, ob man allenfalls der Kontrollstelle und — wenn diese eine juristische Person ist — den mit der Durchführung der Kontrolle betrauten natürlichen Personen den Erwerb von Wertpapieren der kontrollierten Gesellschaft untersagen sollte. (Eine entsprechende Regel könnte in die Unvereinbarkeitsbestimmungen von OR 727 II aufgenommen werden).

¹⁷² Zit. Anm. 1.

hoben werden. Durch einen *Ehrenkodex* könnte — nach englischem Vorbild — eine *Sperrfrist* vor und nach der Veröffentlichung von Geschäfts- und Jahresberichten vereinbart werden, in welcher Organpersonen und leitende Angestellte auf Transaktionen mit den Papieren ihres Unternehmens gänzlich verzichten¹⁷³.

In Zürich und Basel haben die Börsen schon nach den geltenden Kotierungsreglementen die Möglichkeit, den *Handel* in einem Titel bei ausserordentlichen Umständen *auszusetzen*. Von dieser vorübergehenden Suspendierung könnte — wie dies Portmann¹⁷⁴ vorschlägt — allenfalls auch Gebrauch gemacht werden, wenn ein Kurs durch Insiderhandel in die Höhe getrieben wird. Der *begrenzte Wirkungsbereich* einer solchen Vorkehr ist aber nicht zu übersehen: Sie würde wohl bei extremen Kursausschlägen ein Einschreiten ermöglichen, nicht aber dann, wenn Insidertransaktionen zu einer kontinuierlichen Kursanpassung führen^{175, 176}.

Betont sei abschliessend, dass m. E. *Freiwilligkeitslösungen* und auch der Weg über Kotierungsvorschriften *nur ergänzend* Anwendung finden sollten¹⁷⁷. *Gentlemen's Agreements* sind «eine Illusion, wenn sich die Beteiligten nicht wie Gentlemen benehmen»¹⁷⁸. Und mit Börsenbestimmungen werden direkt nur die Unternehmen erfasst, nicht die Täter selbst. Im Zentrum stehen müsste daher wie erwähnt eine *strafrechtliche Norm*, die Auswirkungen auch für das Zivilrecht hätte.

¹⁷³ Vgl. vorn IV. B Ziff. 1 b.

¹⁷⁴ Zit. Anm. 1.

¹⁷⁵ Vgl. Hopt/Will (zit. Anm. 1) 150.

¹⁷⁶ Wirkungslos wäre wegen ihrer räumlichen Beschränkung eine Kontrolle auf der Basis kantonaler Wertpapiergesetze, vgl. Vontobel (zit. Anm. 126). Nach Vontobel stellt sich die Frage eines eidgenössischen Börsengesetzes «vielleicht auch in diesem Zusammenhang». — Zur Kritik an der extrem föderalistischen schweizerischen Ordnung des Effektenhandels vgl. Hans-Dieter Vontobel: *Kritische Betrachtungen zum Recht der schweizerischen Effektenbörse* (Diss. Zürich 1972) insb. 150 ff. — Auch Schmitz (zit. Anm. 1) hebt hervor, dass «das Problem auf gesamtschweizerischer Ebene, das heisst nicht auf einzelne Börsenplätze beschränkt, anzugehen» sei.

¹⁷⁷ Gl. M. Hopt/Will (zit. Anm. 1) 150 und bezüglich der *Freiwilligkeitslösungen* Leibacher (zit. Anm. 1) 46, nach dem ein *Ehrenkodex* «keine Lösung» des Problems darstellt.

¹⁷⁸ wl. (zit. Anm. 8).