



Wie kann man das Insider-Problem in den Griff bekommen?

Handels-Zeitung vom 21. März 1974, S. 13

Zürcher Privatdozent plädiert für die Einführung einer Strafnorm

In mehr oder weniger regelmässigen Schüben liefert die Ausnutzung von Insider-Informationen auch in der Schweiz Diskussionsstoff. In der «Schweizerischen Aktiengesellschaft» Nr. 4/1973 (Schulthess Polygraphischer Verlag, Zürich) hat Rechtsanwalt und Privatdozent Dr. Peter Forstmoser, Benglen/Zürich, den ganzen Fragen-

komplex gründlich dargestellt. Aus dem letzten Teil des umfangreichen Beitrags, der soeben auch als Sonderdruck erschienen ist, drucken wir die folgenden, vom Autor gekürzten Ausführungen zur Zielsetzung einer künftigen schweizerischen Ordnung ab.

Red.

Transaktionen in Wertpapieren aufgrund privilegierter Information sind abzulehnen. Tatsache ist, dass solche Transaktionen in der Schweiz immer wieder vorkommen und dass aufgrund des geltenden Rechts ein Einschreiten praktisch nicht möglich ist. 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 Insidergeschäfte 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».¹

Leitbild kann in der Schweiz keineswegs eine perfektionistische Lösung sein; vielmehr soll die zu treffende

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

Dabei ist 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 erwarten.
- Sodann geht es wohl zunächst und vor allem darum, ein Unrechtsbewusstsein zu bilden, die Rechtswidrigkeit der Ausnutzung von Insider-vorteilen klar festzuhalten.
- Endlich sollen unlautere Insidergeschäfte riskant gemacht werden; die zu treffende Ordnung soll abschreckend wirken.

Verbesserte Firmenpublizität als Damm gegen Insidergeschäfte

Insiderhandel basiert auf der Ausnutzung von Informationsvorsprüngen, Insider-Probleme sind damit «gewissermassen Publizitätsprobleme». Damit liegt auf der Hand, dass ein Ausbau der Firmenpublizität im herkömmlichen 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 Insidergeschäfte.

Firmenpublizität im herkömmlichen Sinn umfasst nun aber immer nur Information über Vergangenes.

Die Einführung einer zusätzlichen Strafnorm hat ferner den Vorteil der Einfachheit für sich: Die Einheit der Rechtsordnung bleibt gewahrt, es brauchen keine neuen Behörden geschaffen, keine komplizierten Verordnungen erlassen zu werden.

Zu erinnern ist auch daran, dass zurzeit im Ausland vermehrt Strafnormen eingeführt werden.

Es geht um den Effektenhandel überhaupt

Unter Strafe zu stellen wäre die Ausnutzung 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 Praxis 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 den Effektenhandel schlechthin erfassen, also nicht auf den börslichen Handel und nicht auf Aktien beschränkt sein.

Verpflichtungen, abzulehnen ist insbesondere eine Kausalhaftung auch für unschuldige Insider nach amerikanischem Vorbild.

dann, wenn Insidertransaktionen zu einer kontinuierlichen Kursanpassung führen.

Betont sei abschliessend, dass Freiwilligkeitslösungen und auch der Weg

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 begrüßen. 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 Unternehmen unzumutbar, es liesse sich auch kaum generell festhalten, wann und in welchem Umfang das Publikum aufzuklären ist.

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

Für die Einführung einer Strafnorm

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 deutlichsten 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.

Der Kreis der Insider

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. 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 unterbleiben. Dafür könnte neben der persönlichen Ausnützung von Information auch die vertrauliche Weitergabe unter Strafe gestellt werden.

Zu erfassen wäre nur absichtliches Verhalten.

Mögliche Ergänzungen

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 hätte. Die Wünschbarkeit einer solchen Ordnung müsste allerdings sehr sorgfältig abgeklärt werden, da sie dem Postulat der Einfachheit kaum gerecht zu werden vermöchte.

Eine Registrierungspflicht für Insider, wie sie Leibacher² vorschlägt, würde die strafrechtliche Erfassung und die zivilrechtliche Weiterverfolgung von Insiderstatbeständen 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 notwendig.

Abzulehnen bzw. neben der vorgeschlagenen Strafnorm unnötig sind m. E. zusätzliche zivil- oder börsenrechtliche

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

So könnte die von Leibacher vorgeschlagene Registrierungspflicht zur Kotierungsvoraussetzung erhoben 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 verzichten.

In Zürich und Basel haben die Börsen schon nach den geltenden Kotierungsreglementen die Möglichkeit, den Handel in einem Titel bei ausserordentlichen Umständen auszusetzen. Es ist vorgeschlagen worden, von dieser Möglichkeit auch Gebrauch zu machen, wenn ein Kurs durch Insiderhandel in die Höhe getrieben wird. Der begrenzte Wirkungsbereich einer solchen Vorkehrung ist aber nicht zu übersehen: Sie würde wohl bei extremen Kursausschlägen ein Einschreiten ermöglichen, nicht aber

über Kotierungsvorschriften nur ergänzend Anwendung finden sollten. Gentlemen's Agreements sind «eine Illusion, wenn sich die Beteiligten nicht wie Gentlemen benehmen». 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.

¹ Klaus J. Hopt/Michael R. Will: Europäischer Insiderrecht (Münchner Universitätschriften, Stuttgart 1973).

² Werner Leibacher: Haben an der Börse wirklich alle die gleichen Chancen? Tages-Anzeiger vom 22.1.1972.