

## **D. Zur Regelung des Insider-Problems – Schweizerische Verhältnisse (Dr. P. Forstmoser)**

### **I. Insiderfälle in der Schweiz**

**Insiderfälle – Wertpapierkäufe und -verkäufe aufgrund vertraulicher oder nicht allgemein zugänglicher Informationen – sind in den letzten Jahren auch 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 Übernahmeofferte durch die Sandoz**

im Frühjahr 1969 genannt. »Aufgrund 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 emporschnellte.« (Pm. in Neue Zürcher Zeitung Nr. 181 vom 23. 3. 1969, S. 33.)

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«. (Hopt/Will, zit. im Anhang, S. 14.) – Vor der Übernahme von Sécheron durch die BBC im Jahre 1969 stiegen die Namenaktien der Sécheron in ähnlicher Weise. Der Berichterstatter in der Neuen Zürcher Zeitung fand dafür »leider nur eine einzige Erklärung: Insider-Operationen«. (H. A. in Neue Zürcher Zeitung Nr. 694 vom 25. 11. 1969, S. 15.) Der prononcierte Kursanstieg des Sécheron-Namenspapiers sei den vertraulichen internen Orientierungen auf dem Fuß gefolgt.

»Sind wieder einmal Insider am Werk?« fragte die Presse (P. K. in Weltwoche 1, 1971, S. 1), 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 katapultierte«. Anfang 1971 zogen die Kurse weiter an, bis am 12. Januar bekannt wurde, daß Nestlé die Ursina-Franck übernehmen wollte (vgl. Paul Klügl in Weltwoche Nr. 2, 1971, S. 15).

Auch beim Übernahmeangebot der Alusuisse an die Aktionäre der Lonza von 1973 stellte die Presse fest, es müsse »mindestens am Rande auch wieder die Frage der Insider-Tätigkeit aufgeworfen werden« (Gy. B. in Neue Zürcher Zeitung Nr. 516 vom 6. 11. 1973, S. 9).

Diese und weitere Fälle wurden in der Presse kritisch registriert. Im übrigen fehlen jedoch Hinweise über Art und Umfang von Insidergeschäften vollständig. Allgemein wird eine hohe Dunkelziffer vermutet (vgl. Hopt/Will, S. 15, Anm. 33); mangels jeglicher Publizität wurden bis heute in keinem Fall die näheren Umstände der Öffentlichkeit vorgelegt. Wissenschaftliche Untersuchungen bestehen nicht, und man wird wohl auch in näherer Zukunft ausschließlich auf die Indizien angewiesen bleiben, welche sich aus der Kursentwicklung ergeben.

## II. Fehlen einer spezifischen Regelung

In der Schweiz *fehlt bis heute jegliche Regelung des Insiderhandels*. Weder das eidgenössische Gesellschafts- oder Wertpapierrecht noch die kantonalen Börsengesetze enthalten Bestimmungen. Ebensowenig ergeben sich Schranken aus den Zulassungsvoraussetzungen der schweizerischen Börsen, und auch ein »Ehrenkodex«, wie er etwa in England praktiziert wird (vgl. den City Code von 1968) und in Deutschland in Einführung begriffen ist (vgl. die Insider-Handels-Richtlinien vom 13. 11. 1970) und durch welchen Insidergeschäfte mittels privater Selbstverpflichtung eingedämmt werden sollen, ist bisher in der Schweiz nicht als konkreter Vorschlag vorhanden.

Man ist daher gezwungen, auf die allgemeinen Regeln des Straf- und Vertragsrechts zurückzugreifen.

## III. Die Regelung nach allgemeinen schweizerischen Rechtsnormen

### a) Strafrechtliche Bestimmungen

Nach Leibacher (a. a. O.) kämen als Sanktion 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 kaum für ein Einschreiten gegen Insider: sie setzen eine *vorsätzliche Vermögensschädigung durch arglistige Täuschung* oder arglistige Benutzung eines Irrtums voraus. Als *arglistig* beurteilt die Praxis etwa die Benützung gefälschter Urkunden, das Verschweigen der Überschuldung bei der Aufnahme eines Darlehens oder der mangelnden Verfügungsberechtigung beim Verkauf einer Ware (vgl. Bundesgerichtsentscheide 71 IV 205 ff., 86 IV 205 f., 87 IV 12). Im Lichte dieser Entscheide käme ein strafrechtliches Einschreiten nur in Extremfällen in Betracht, etwa dann, wenn Papiere, die durch ein außergewöhnliches Ereignis plötzlich zu Nonvaleurs geworden sind, noch vorzeitig abgestoßen werden. Niemals aber könnte die Ausnützung von Kursausschlägen bei Fusionen, Änderung der Dividenden-

politik und ähnlichem als »Arglist« im Sinne des Gesetzes beurteilt werden. In der einschlägigen Literatur fehlen denn auch jegliche Hinweise auf die Möglichkeit, Art. 148 f. des Strafgesetzbuches auf das Handeln von Insidern anzuwenden.

Andere Normen des Strafgesetzbuches oder strafrechtliche Normen in Spezialgesetzen stehen nicht zur Diskussion.

### b) Aktienrecht

Nach H. Herschsohn (zit. im Anhang) ist aufgrund von Art. 754 des Schweizerischen Obligationenrechts »ein direkter Ersatzanspruch des unmittelbar geschädigten Aktionärs gegen den Insider gegeben«. (S. 176.) – Nach Art. 754 sind alle mit einer 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 festzustellen, daß diese Bestimmung jedenfalls nur gegenüber einer bestimmten Gruppe von Insidern, nämlich den *in der Gesellschaft selber Tätigen*, nicht aber gegenüber »externen« Insidern (etwa einem Großaktionär, der in der Gesellschaft kein Amt innehat) Anwendung finden könnte.

Bei näherem Zusehen erweist sich aber die Norm auch in diesem Umfang als nicht anwendbar:

- Die *Aktiengesellschaft* selber kann daraus *keinerlei Rechte* ableiten, da sie am Handel der Aktien nicht beteiligt ist und damit auch keinen Schaden erlitten hat.
- Aber auch der *geschädigte Käufer oder Verkäufer* kann sich nicht auf Art. 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 aus dem Auftragsverhältnis zur Gesellschaft ergeben. In den Rahmen dieser Pflichten kann nun aber der Kauf und Verkauf von eigenen Papieren durch den Insider auch bei weitester Auslegung nicht

aufgenommen werden. 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.

#### f) *Kaufrecht*

Auch aus dem schweizerischen Kaufrecht ergibt sich *kein Schutz* für den übervorteilten Käufer oder Verkäufer. Namentlich kann er sich nicht auf das Gewährleistungsrecht stützen, da der Verkäufer der Papiere in aller Regel und beim vorbörslichen oder börslichen Handel ausnahmslos keinerlei Garantien über den Wert der Aktien bzw. die Angemessenheit des Kaufpreises übernimmt und eine Haftung für den wirtschaftlichen Wert von verkauften Wertpapieren von Gesetzes wegen nicht besteht (vgl. Bundesgerichtsentscheid 79 II 157 f.).

#### d) *Unerlaubte Handlung (Art. 41 des Obligationenrechts)*

Art. 41 verpflichtet denjenigen zur Ersatzleistung, der einem andern absichtlich oder fahrlässig widerrechtlich Schaden zufügt. – Auch diese Norm eignet sich nicht für die Begründung von Ersatzpflichten von Insidern, da *keine allgemeine Rechtspflicht* besteht, die *Gegenpartei über den wahren Wert eines Kaufs- oder Verkaufsobjektes zu orientieren* und da damit das *Schweigen des Insiders* (vorbehaltlich der seltenen durch das Strafrecht erfaßten Fälle) *nicht widerrechtlich im Sinne dieses Artikels* ist.

#### e) *Zivilrechtliche Bestimmungen betreffend Täuschung und Übervorteilung (Art. 28 und 21 des Obligationenrechts)*

Gemäß Art. 28 OR ist ein Vertrag für denjenigen unverbindlich, der durch *absichtliche Täuschung* dazu verleitet worden ist. Die schweizerische Lehre und Rechtsprechung anerkennt auch die *Täuschung durch Schweigen* (wie sie der Insider vornimmt), doch ist die diesbezügliche Praxis ausgesprochen *restriktiv* (vgl. Bundesgerichtsentscheid 43 II 487 ff.) und würde nicht genügen, um typische Insi-

derfälle 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 betrifft (vgl. Bundesgerichtsentscheid 61 II 34 ff.; bedeutend geringere Anforderungen stellt allerdings jetzt der Entscheid 92 II 168 ff.). Auch diese Bestimmung eignet sich damit gewöhnlich nicht für ein Vorgehen gegen Insider.

#### f) Zusammenfassung und Hinweis auf die Beweislage

Diese Ausführungen zeigen, daß sowohl das Straf- wie das Zivilrecht gegen Insidergeschäfte *Schutz nur in Extremfällen* vorsehen.

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 Presse, so ist auch der getäuschte Käufer oder Verkäufer auf Vermutungen angewiesen und hat er keinerlei Möglichkeit, die Identität seines besser informierten Geschäftspartners festzustellen. Dieser *Beweisnotstand* macht jedes Vorgehen praktisch aussichtslos.

In der Tat ist denn auch bis heute in der Schweiz *kein einziger Fall bekannt*, in welchem strafrechtlich oder zivilrechtlich gegen Insider vorgegangen wurde, die börslich oder über Händler verkauften. Nur bei gewöhnlichen »face to face«-Geschäften (die man für gewöhnlich nicht zu den Insidergeschäften zählt) wurde gelegentlich von getäuschten Vertragspartnern prozessiert.

#### IV. Rechtspolitische Vorschläge

Nach dem einheitlichen Tenor der Presse ist es »in jedem Falle als *verwerfliche Übervorteilung* der Aktionäre zu qualifizieren«, wenn Insider ihr »*vertrauliche(s)* Wissen zu völlig risikolosen privaten

Beutezügen auf Kosten eines ahnungslosen Börsenpublikums mißbrauchen« (H. A. in Neue Zürcher Zeitung Nr. 133 vom 21. 3. 1971, S. 17). Der *Ruf nach einer Regelung* ist daher in der letzten Zeit auch in der Schweiz laut geworden; es wird 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« (Neue Zürcher Zeitung Nr. 694 vom 25. 11. 1969).

Zurückhaltend äußert sich Klainguti (zit. im Anhang), der eine »blinde Nachäffung der amerikanischen Regelung« ablehnt, aber immerhin die amerikanische Ordnung und ihren reichhaltigen Erfahrungsschatz für die Ausarbeitung einer schweizerischen Lösung beziehen will (S. 6). Wirz (zit. im Anhang) 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 (S. 58). Laut Finanz und Wirtschaft (Nr. 21 vom 15. 3. 1969, S. 4) sind »entsprechende Vorschriften, z. B. nach amerikanischer Art, . . . dringend erforderlich, und zwar auch für außer- oder vorbörslich gehandelte Titel«.

Eine Regelung durch einen *Ehrenkodex*, der in Zusammenarbeit von Unternehmen und Börsen auszuarbeiten und durchzusetzen wäre, schlägt Pm. (in Neue Zürcher Zeitung Nr. 181 vom 23. 3. 1969, S. 33) vor. Auch Stockmann (in Festgabe Bürgi, Zürich 1971, S. 403 Anm. 25) plädiert für eine Regelung auf Grundlage der Freiwilligkeit.

Leibacher (zit. im Anhang) will dagegen einen mittleren Weg zwischen gesetzlicher Ordnung und Freiwilligkeit einschlagen und durch eine Revision der *Kotierungsvorschriften* die nötigen Sicherungen einführen.

Konkrete Maßnahmen sind allerdings bisher weder von staatlicher Seite noch von den Börsen bzw. den Unternehmen mit regelmäßig gehandelten Aktien ausgearbeitet worden. Zwar bemerkt der Jahresbericht 1970 der Basler Effektenbörse, es stelle sich die Frage, ob nicht eine ähnliche Lösung wie der englische City Code »von den Behörden

unserer schweizerischen Börsen in enger Zusammenarbeit mit den börsennotierten Gesellschaften eingehend geprüft werden sollte. (S. 15.) Konkrete Ordnungen sind aber bisher nicht in Bearbeitung.

### *Literaturhinweise*

**H. A.:** Fusionen und strapazierte Aktionärsinteressen, Neue Zürcher Zeitung Nr. 133 vom 31. 3. 1971, S. 17.

**Forstmoser, P.:** Aktienhandel durch Insider, Die Schweizerische Aktiengesellschaft 1973.

**Herschohn, H.:** Zum Handel mit Aktien seitens Mitglieder der Verwaltung, Die Schweizerische Aktiengesellschaft 1972, S. 173 ff.

**Hopt/Will:** Europäisches Insiderrecht, Stuttgart 1973, S. 13 ff.

**Klainguti, E.:** Die Regelung des Aktienhandels durch Insider im amerikanischen Bundesrecht, Bern 1971 (behandelt schweizerische Verhältnisse nur am Rande).

**Leibacher, W.:** Haben an der Börse wirklich alle die gleichen Chancen? Tages-Anzeiger vom 22. 1. 1972, S. 45 f.

**Pun:** Börseninsider, Neue Zürcher Zeitung Nr. 181 vom 23. 3. 1969, S. 33.

**Wirz, E.:** Effektenbörsen und Firmenpublizität, Zürich 1969 (nur einzelne Bemerkungen).



# Handbuch der Wertpapieranlage

---

herausgegeben vom  
Verlag Moderne Industrie



**verlag moderne industrie**

## 33. KAPITEL

---

### **Börsenrecht**

von Harald D. Degner, Dr. Peter Forstmoser, Dipl.-Kfm. Gregor Gielen und  
Dr. Hans-Dieter Vontobel

#### **INHALT**

<b>A. Determinierung von Börsenorganisation und Handel durch das Börsenrecht — Deutsche Verhältnisse (H. D. Degner)</b>	<b>784</b>
<b>I. Börsenorganisation</b>	<b>784</b>
<i>a) Grundlage im Börsengesetz</i>	784
<i>b) Novelle zum Börsengesetz</i>	784
<i>c) Börsenorgane</i>	784
<i>d) Staatsaufsicht</i>	785
<i>e) Börsenrengericht, Börsenschiedsgericht</i>	785
<i>f) Börsenträger</i>	786
<i>g) Börsenzulassung von Personen</i>	786
<i>b) Börsenzulassung von Wertpapieren</i>	787
<b>II. Börsenhandel</b>	<b>787</b>
<i>a) Amtliche Kursfeststellung</i>	787
<i>b) Arten der Kursfeststellung</i>	788
<i>c) Zahlenbeispiel zur Feststellung des Einheitskurses</i>	788
<i>d) Abwicklung der Börsengeschäfte</i>	789
<b>III. Börsenrecht und Börsenusancen</b>	<b>790</b>
<i>a) Allgemeines Börsenrecht</i>	790
<i>b) Spezielles Börsenrecht</i>	790
<i>c) Richtlinien</i>	790
<i>d) Börsenusancen</i>	791
<b>Literaturhinweise</b>	<b>791</b>

<b>B. Determinierung von Börsenorganisation und Handel durch das Börsenrecht — Schweizerische Verhältnisse</b> (Dr. H. D. Vontobel) . . . . .	792
I. Grundzüge des schweizerischen Börsenrechts . . . . .	792
II. Börsenorganisation . . . . .	794
a) Zulassung von Personen . . . . .	795
b) Zulassung von Wertpapieren . . . . .	795
III. Börsenhandel . . . . .	796
IV. Börsenrecht und Börsenusancen . . . . .	796
Literaturhinweise . . . . .	797
<b>C. Zur Regelung des Insider-Problems — Deutsche Verhältnisse</b> (G. Gielen) . . . . .	797
<b>D. Zur Regelung des Insider-Problems — Schweizerische Verhältnisse</b> (Dr. P. Forstmoser) . . . . .	799
I. Insiderfälle in der Schweiz . . . . .	799
II. Fehlen einer spezifischen Regelung . . . . .	801
III. Die Regelung nach allgemeinen schweizerischen Rechtsnormen . . . . .	801
a) Strafrechtliche Bestimmungen . . . . .	801
b) Aktienrecht . . . . .	802
c) Kaufsrecht . . . . .	803
d) Unerlaubte Handlung . . . . .	803
e) Zivilrechtliche Bestimmungen betreffend Täuschung und Übervorteilung . . . . .	803
f) Zusammenfassung und Hinweis auf die Beweislage . . . . .	804
IV. Rechtspolitische Vorschläge . . . . .	804
Literaturhinweise . . . . .	806

**Forstmoser, Peter, Dr. jur., Master of Laws (Harvard)**

Geboren 1943.

Rechtsanwalt in Zürich; Privatdozent für Handelsrecht an der Universität Zürich; Redakteur der Schweizerischen Juristenzeitung.

Veröffentlichungen: Kommentar zum schweizerischen Genossenschaftsrecht (1972 ff.); Monographie über Großgenossenschaften (1970); Grundriß zum schweizerischen Anlagefondsgesetz (1972); Grundriß des schweizerischen Gesellschaftsrechts (1974 gemeinsam mit Prof. Meier-Hayoz). Verschiedene Aufsätze, insbesondere zu Problemen des Gesellschaftsrechts und zum Fragenkreis »Recht und Computer«.