



Prof. Dr. Peter Forstmoser, Universität Zürich:

Kampf gegen Insidermissbräuche – gesetzliche Lösung eines moralischen Problems

Mit einiger Regelmässigkeit taucht auch in der schweizerischen Finanzpresse die Klage über die unlauteren Praktiken von Insidern auf, die sich wieder einmal auf Kosten des Normalanlegers bereichern hätten. Siets wird dann der Ruf nach einer Regelung laut, die solchen Machenschaften einen Riegel schieben sollte. Worum geht es? Was ist zu tun? Der Autor, Professor für Handelsrecht an der Universität Zürich, befasst sich schon seit längerer Zeit mit dem Insiderproblem (u. a. «Effektenhandel durch

Insiders», Schulthess Polygraphischer Verlag Zürich 1974; Aufsatz in der SHZ vom 21. März 1974). Er präsierte auch eine kantonalzürcherische Kommission, die sich mit der Insider-Problematik auseinandersetzen hatte. Der Schlussbericht wird noch in diesem Herbst vom Zürcher Kantonsrat behandelt werden. Nachstehend äussert Prof. Forstmoser seine persönliche Auffassung zur gesetzlichen Lösung der Insidermissbräuche.

Red.

Charakteristisch für Insidergeschäfte ist es, dass hier Gewinne erzielt oder Verluste abgewendet werden nicht aufgrund besonderer Tüchtigkeit, auch nicht deshalb, weil dem Anleger das Glück hold war, sondern unter Ausnutzung von vertraulichen Informationen. Wer allgemein zugängliche Auskünfte zusammenträgt und analysiert und dadurch zu besonderen Einsichten gelangt, ist nicht Insider. Erst wenn aufgrund von Kenntnissen gehandelt wird, die andere nicht nur nicht haben, sondern auch nicht haben können, spricht man von Insidergeschäften. Der Insider erlangt seine Vorteile somit nicht aufgrund seiner Anstrengungen, nicht wegen seiner guten Nase, sondern einzig wegen seinen Informationsprivilegien.

Fusionen und Sanierungen als Auslöser von Insideroperationen

In der Schweiz ist vor allem das vorzeitige Wissen um attraktive Uebernahmeofferten durch Insider ausgenutzt worden: Besonders krass war der Fall der Durand & Huguenin AG, deren Aktienkurse vor der offiziellen Bekanntgabe der Übernahme durch die Sandoz innert wenigen Wochen von 2900 Fr. auf 9200 Fr. anstiegen. Insidermissbräuche wurden auch registriert vor den Umtauschoperationen der BBC an die Aktionäre der MFO und später der Sécheron, vor der Uebernahme der Ursina-Franck durch Nestlé und vor dem Angebot der Aluisse an die Aktionäre der Lonza.

Prononcierte und nur durch Insider-Operationen erklärare Kursanstiege waren sodann vor verschiedenen Aktienemissionen festzustellen.

Neuerdings wurden Insider-Transaktionen vor allem im Zusammenhang mit Sanierungen gerügt: Bevor Juvena im Mai 1975 die Notwendigkeit einer Umstrukturierung bekanntgab, hat sich

offensichtlich mancher vorzeitig informierte Aktionär von seinen Titeln getrennt. Und auch vor der Sierung des Handels in Aktien der Hypo Solothurn im letzten Juli haben sich Insider abgesetzt.

Insidergeschäfte — «no better than thefts»?

Wurde früher noch ab und zu die Meinung vertreten, Insidergewinne seien eine legitime Entschädigung des Unternehmers für seine wertvolle Arbeit, so ist heute völlig unbestritten, dass Insidertransaktionen verwerflich und wirtschaftspolitisch schädlich sind. Sie resultieren in einer Uebervorteilung, gegen die sich auch der vorsichtigste Anleger nicht schützen kann. Der Präsident der Londoner Börse artikulierte das Empfinden des Publikums plastisch, als er erklärte, Insidergeschäfte seien «no better than thefts».

Ungenügen des geltenden Rechts

Vergeblich sucht man heute in den Gesetzen von Bund und Kantonen nach einem eigentlichen Insiderrecht. Auch auf freiwilliger Basis ist eine Regelung — von einigen löblichen Ausnahmen firmeninterner, arbeitsvertraglicher Bestimmungen abgesehen — nicht in Angriff genommen worden. Die allgemeinen Rechtsnormen aber sind eine stumpfe Waffe gegen Insidermissbräuche. Weder im Zivil- noch im Strafrecht noch auch in den Börsenregulierungen finden sich Bestimmungen, die (abgesehen vielleicht von Extremfällen) Schutz bieten würden.

Wünschbarkeit und Zielsetzung einer schweizerischen Ordnung

Fest steht somit, dass Insidergeschäfte zwar stossend sind, dass aber das geltende Recht keinen ausreichenden Schutz dagegen zu bieten vermag. Eine

spezifische Regelung drängt sich deshalb auf. Ein Blick auf die Lösungsvorschläge im Ausland zeigt, dass dabei die verschiedensten Varianten denkbar sind:

- Als Grundlage kann (wie in Deutschland und England) eine freiwillige Vereinbarung, die Aufstellung eines Ehrenkodex, dienen. Es können aber auch Strafnormen eingeführt werden (so Frankreich und als Gesetzesvorschlag auch in England), und schliesslich kann die Ordnung an den Tatbestand des Effektenhandels anknüpfen (so das ausgeklügelte amerikanische Insiderrecht).
- Während einzelne Staaten eine umfassende Ordnung anstreben, begnügt man sich andernorts mit einer Regelung nur der besonders stossenden oder offensichtlichen Fälle.
- Schliesslich finden sich starr aufgebaute, auf äussere Tatbestände abstellende Faustregeln neben komplexen Normgefügen.

In der Schweiz kann meines Erachtens nicht darum gehen, eine perfektionistische Lösung anzustreben. Vielmehr soll eine schweizerische Regelung einfach und möglichst leicht durchsetzbar sein. Ausserdem soll sie sich in die bestehende Rechtsordnung einfügen. Doch wie wäre eine solche Ordnung zu verankern?

Ehrenkodex, Börsenregulierung oder staatliche Ordnung?

Nach dem Subsidiaritätsprinzip, wonach der Staat nur eingreifen soll, wenn die private Selbsthilfe versagt, wäre an sich eine Ordnung aufgrund freiwilliger privater Vereinbarung oder im Rahmen der Börsenregulierung vorzuziehen. Doch scheint leider in diesem Bereich einzig das gesetzliche Verbot

praktikabel: Gentlemen's Agreements sind «eine Illusion, wenn sich die Beteiligten nicht wie Gentlemen benehmen» (Linder). Gerade die kleine Minderheit, die vertrauliche Informationen zum eigenen Vorteil missbraucht, würde von ihrem Tun wohl nicht abgehalten. Das Hauptproblem freiwilliger und börslicher Vereinbarungen aber liegt in der Durchsetzung: Wegen des Bankgeheimnisses wäre es praktisch nie möglich, den Tatbestand abzuklären, es sei denn, die Beteiligten würden im voraus eine Verzichtserklärung unterzeichnen und die Banken gegenüber einer Untersuchungskommission zur Aussage ermächtigen. Eine solche Lösung aber könnte leicht zu einer ungewollten Durchlöcherung des Bankgeheimnisses führen.

- Nach meiner Ansicht ist daher einer gesetzlichen Regelung der Vorzug zu geben. Diese müsste — will man nicht Umgehungen Vorschub leisten — im eidgenössischen und nicht im kantonalen Recht verankert sein.

Firmenpublizität als Allheilmittel?

«Sunlight is said to be the best of disinfectants — Electric light the most effective policeman.» Auch im Bereich der Insiderregelung wollen sich viele an diesen berühmten Ausspruch von Justice Brandeis halten und durch einen Ausbau der Firmenpublizität die Informationsvorsprünge der Insider abbauen.

Dass jede Verbesserung der Firmenpublizität die Stellung des Publikumsanlegers stärkt, ist sicher nicht zu bezweifeln. Doch kann allein damit das Insiderproblem nicht gelöst werden: Firmenpublizität umfasst regelmässig Information über Vergangenes. Der Insider jedoch profitiert häufig von seinen Kenntnissen künftiger Ereignisse. Auch stützt er sich oft auf Wissen, das selbst bei einer weitgehenden Verschärfung der Publizitätsvorschriften vertraulich bleiben darf und muss. Eine offene Informationspolitik kann daher spezifische Insiderregeln zwar unterstützen, nicht aber ersetzen.

Für eine strafrechtliche Verbotsnorm

Auch andere Lösungen im Bereich des Zivilrechts — etwa Vorschriften, die im Aktienrecht, im Kaufs- oder im allgemeinen Vertragsrecht zu verankern wären — dürften keinen wirksamen Damm gegen Insidergeschäfte bilden: Wiederum wäre die Durchsetzbarkeit nicht gewährleistet, da sich der geschickte Insider stets hinter dem Bankgeheimnis verschanzte könnte.

Angemessen wäre vielmehr nach meiner Auffassung die strafrechtliche Erfassung von Insidergeschäften: Diese wären als Wirtschaftsdelikte an die Seite anderer Vermögensdelikte an die Seite anderer Vermögensdelikte zu stellen und entsprechend zu ahnden.

Eine strafrechtliche Regelung hätte vor allem den Vorzug, das Problem der Durchsetzbarkeit zu lösen: Das Bankgeheimnis könnte nicht angeufen werden, sondern es wäre wie bei anderen Vergehen Auskunft zu erteilen. Weiter hätte die hier vorgeschlagene Lösungsvariante den Vorteil der Einfachheit für sich: Es brauchen keine neuen Behörden eingesetzt und es braucht kein neues Verfahren vorgesehen zu werden.

Eine rasche Lösung tut not

Zu warnen ist allerdings vor Illusionen: Auch eine künftige Strafnorm wird Insidergeschäfte nicht gänzlich unterbinden. Die Erfahrungen in den Vereinigten Staaten zeigen, dass gewiegte Insider immer wieder durch die Maschen einer gesetzlichen Ordnung schlüpfen können. Dies ist aber kein ausreichendes Argument gegen eine Regelung schlechthin: Gerade im Wirtschaftsrecht darf der Gesetzgeber nicht vor der Möglichkeit der Umgehung kapitulieren.

Im Grunde stellt das Insiderproblem ein moralisches Problem dar. Doch auch der Moral kann durch Rechtsnormen Nachhilfe verschafft werden:

- Eine Strafnorm würde die klare Missbildung von Insidergeschäften ausdrücken und damit das Unrechtsbewusstsein fördern.
- Von einer strafrechtlichen Normierung wäre aber auch eine erhebliche Präventivwirkung zu erwarten.

Premierminister Heath sprach im Zusammenhang mit Insidergeschäften vom «unfreundlichen und unannehmbaren Gesicht des Kapitalismus». Dieses hässliche Gesicht gilt es zu beseitigen in einer liberalen Gesellschaft, in der die breite Streuung und Popularisierung des Aktienbesitzes angestrebt wird.

AUTOMATION IM BANKWESEN

Französische Sparkassen automatisieren

ThW. — Die französischen Sparkassen betreiben gegenwärtig laut einem Communiqué von NCR insgesamt 15 Rechenzentren, die alle für Real-time-Verarbeitung ausgerüstet sind. Was die Zentraleinheiten betrifft, so entschieden sich sechs Zentren für NCR, vier für IBM, zwei für Honeywell-Bull, zwei für ICL und eines für Siemens. Auf dem Gebiet der Terminals führt NCR noch eindeutiger mit acht Rechenzentrums-Kunden. Die Sparkasse des Bassin Parisien verfügt über zwei Grossrechenanlagen NCR Century 300 mit 200 angeschlossenen Terminals. Die Sparkassen Frankreichs, so das Communiqué, die «gegenüber den Banken auf dem Gebiet der EDV einen beträchtlichen Rückstand aufwiesen, sind nun, was die Daten-Fern-Verarbeitung betrifft, eindeutig im Vorsprung».