

Strafrechtliche Erfassung von Insidermissbräuchen?

Prof. Dr. Peter Forstmoser, Rechtsanwalt, Zürich

Dr. Max Brunner, Basel, hat sich in SAG 48 (1976) 179ff. eingehend mit meinem Aufsatz «Effektenhandel durch Insider»¹ auseinandergesetzt und den Versuch unternommen, eine Strafnorm für die Erfassung von Insider-Transaktionen zu formulieren.

Ziel der nachfolgenden Ausführungen ist es, den Vorschlag Max Brunners kritisch zu kommentieren und gleichzeitig eine Übersicht zu geben über den derzeitigen Stand der Diskussion im In- und Ausland².

Inhaltsübersicht

- I. Notwendigkeit einer Strafnorm
- II. Verwerflichkeit von Insidergeschäften, Rechtfertigung der Strafnorm
- III. Entwicklungstendenzen im Ausland
 1. Der internationale Trend zur Strafnorm
 2. Das Beispiel Frankreichs insbesondere
- IV. Skizze eines möglichen Straftatbestandes
 1. Zielsetzung
 2. Vorschlag für eine Strafnorm
 3. Der Kreis der Täter
 4. Die erfassten Transaktionen
 5. Die erfassten Papiere
 6. Umschreibung der relevanten Informationen
 7. Zeitliche Abgrenzung von Insider-Transaktionen
 8. Zum Strafmass
 9. Einziehung der erlangten Vorteile
 10. Exkurs: Zum Instrumentarium
- V. Auf dem Weg zu einer Strafnorm in der Schweiz?
 1. Vorarbeiten im Kanton Zürich
 2. Realisierung auf Bundesebene?
- VI. Nützlichkeit flankierender Massnahmen?
 1. Verbesserung der Firmenpublizität
 2. Gentlemen's Agreements und arbeitsvertragliche Verpflichtungen
 3. Sistierung des Börsenhandels?
- VII. Schlussbemerkung

¹ SAG 45 (1973) 133ff., auch als Separatum (Zürich 1974) erschienen.

² Herrn Dr. Michael R. Will, Institut für Internationales Recht der Universität München, verdanke ich wertvolle Hinweise und Unterlagen zur Entwicklung in Frankreich. Meinem Assistenten, Herrn Ernst Felix Schmid, bin ich wiederum für seine gründliche und speditive Mitarbeit zu Dank verpflichtet.

I. Notwendigkeit einer Strafnorm

a) Im wesentlichen sind sich Max Brunner und ich einig: Den Insidermissbräuchen ist wirksam nur mit einer Strafnorm beizukommen. Die Gründe hierfür seien nochmals kurz zusammengefasst:

– Nur eine Strafnorm ist überhaupt wirksam durchsetzbar. Aufgrund von zivilrechtlichen Lösungen und von Gentlemen's Agreements wäre es wegen des Bankgeheimnisses praktisch nie möglich, den Tatbestand abzuklären³.⁴ In der Strafuntersuchung aber wäre eine Anrufung des Bank- und anderer Berufsgeheimnisse nicht zulässig, und es könnten die zuständigen Organe die zur Abklärung erforderlichen Auskünfte wie bei anderen Delikten verlangen.

– Die Qualifizierung als Straftatbestand bringt die Missbilligung der Ausnützung von Inside-Information am klarsten zum Ausdruck. Sie fördert damit das Unrechtsbewusstsein.

– Mit Brunner⁵ halte ich die Präventivwirkung einer künftigen Insiderregelung für besonders wichtig. Auch unter diesem Aspekt ist der Strafnorm der Vorzug zu geben: Das Risiko einer Bestrafung wird zweifellos eher geeignet sein, von der Begehung der Tat abzuhalten als die bloss zivilrechtliche Rückgabepflicht.

– Endlich hätte die Einführung eines neuen Straftatbestandes die Vorteile der Einfachheit und Systemgerechtigkeit für sich: Die Einheit der Rechtsordnung würde durch die Einführung eines zusätzlichen Tatbestandes bei den Vermögensdelikten nicht tangiert, und es brauchten keine neuen Behörden geschaffen⁶, keine komplizierten Verordnungen⁷ erlassen zu werden.

b) Die strafrechtliche Erfassung von Insider-Transaktionen ist in neuerer Zeit von zahlreichen Autoren

³ Eine andere Situation ergäbe sich nur dann, wenn potentielle Insider eine Verzichtserklärung unterzeichnen würden, in welcher sie sämtliche Banken gegenüber einer Untersuchungskommission zur Aussage, ermächtigen. Eine solche Regelung, für die sich bis heute m.W. kein Präjudiz findet, könnte aber erhebliche Auswirkungen auf das Bankgeheimnis haben. Mit Brunner (S. 190) bin ich der Ansicht, dass im Rahmen einer Insiderregelung das Bankgeheimnis nicht in Frage zu stellen ist.

⁴ Zur Frage, ob zivilrechtliche und börsliche Lösungen und solche auf der Grundlage der Freiwilligkeit eine Strafnorm sinnvoll ergänzen könnten, vgl. hinten VI.

⁵ S. 180.

⁶ Zum Instrumentarium vgl. nachstehend IV. 10.

⁷ Wie wir sie im Ausland, insbesondere in den USA finden; vgl. dazu Forstmoser (zit. Anm. 1) 139ff. sowie Separatdruck 23ff. und die dort zitierte Literatur.

und Sachverständigen im Ausland gefordert worden⁸, sie entspricht dem internationalen rechtspolitischen Trend⁹ und ist neuerdings auch in der Schweiz auf politischer Ebene mit Nachdruck vertreten worden¹⁰.

II. Verwerflichkeit von Insidergeschäften, Rechtfertigung der Strafnorm

a) Einigkeit besteht heute darüber, dass Insidergeschäfte nicht nur wirtschaftspolitisch schädlich, sondern auch ethisch verwerflich sind¹¹. Dagegen variieren die Begründungen:

- Vorwiegend wird erklärt, aus Insider-Transaktionen resultiere eine *Übervorteilung des Publikumsanlegers*¹², diese sei zu verhindern und die *Chancengleichheit* im Wertpapierhandel zu wahren¹³.

⁸ Vgl. etwa Ulrich Holschbach: Haftungsprobleme im Bereich der Insider-Wertpapiergeschäfte, Neue Juristische Wochenschrift 26 (1973) 2006ff.; Uwe Pfisterer: Machtmissbrauch im Wertpapierhandel durch Insider (Schriften zur Konzentrationsforschung Band 9, Tübingen 1976) 92; Dietrich von Stebut: Gesetzliche Vorschriften gegen den Missbrauch von Insiderinformationen, Der Betrieb 1974, 613ff., 619; Klaus Tiedemann/Jean Cosson: Straftaten und Strafrecht im deutschen und französischen Bank- und Kreditwesen (Köln 1973) 33; Klaus Ulsenheimer: Zur Strafbarkeit des Missbrauches von Insider-Informationen. Neue Juristische Wochenschrift 28 (1975) 1999ff., insb. 2005; kritisch Klaus J. Hopt/Michael R. Will: Europäisches Insiderrecht (Münchener Universitätschriften, Stuttgart 1973) 148. – Vgl. auch den Bericht von Michael R. Will über die Zweite Internationale Tagung für Gesellschafts- und Börsenrecht in London 1975, wo festgehalten wird, es sei der «Trend zu Strafnorm und Gewinnabschöpfung» in den Diskussionen eindeutig zutage getreten, Rabels Zeitschrift für ausländisches und internationales Privatrecht 39 (1975) 532ff., 537; ferner die Mitteilung von Alain Hirsch über diese Tagung in SAG 47 (1975) 86f.

⁹ Dazu nachstehend III. 1.

¹⁰ Dazu nachstehend V.

¹¹ Vgl. die Übersicht bei Forstmoser (zit. Anm. 1) 135, Separatdruck 12ff.; ferner Hirsch (zit. Anm. 8) 85.

¹² Vgl. etwa Arbeitskreis Gesellschaftsrecht: Verbot des Insiderhandels (Heidelberg 1976) 50; Hopt/Will (zit. Anm. 8) 46ff.; Peter Ulmer: Rechtspolitische Probleme des Insiderhandels, (deutsche) Juristenzeitung 30 (1975) 625ff., 626. Das Anliegen, den Kleinanleger zu schützen, kommt vor allem in der Wirtschaftspresse zum Ausdruck; vgl. Karl R. Felder: Wider die «leichtfüssige Börsen-Guerilla», NZZ Nr. 171 vom 24./25. 7. 1976, S. 13; Hansjörg Abt: Fusionen und strapazierte Aktionärsinteressen, NZZ Nr. 133 vom 31. 3. 1971, S. 17; Heinz Portmann: Börseninsider, NZZ Nr. 181 vom 23. 3. 1969, S. 33; Werner Leibacher: Haben an der Börse wirklich alle die gleichen Chancen? Tages-Anzeiger vom 22. 1. 1972, S. 45f.; ders.: Wieder einmal: Insiderprobleme, Schweizerische Handelszeitung Nr. 46 vom 15. 11. 1973, S. 7; Paul Klügl in Weltwoche Nr. 45 vom 7. 11. 1973, S. 25. Auch von Bankenseite

– Weiter wird betont, dass Insider durch ihre Handlungen die *Funktionsfähigkeit des marktwirtschaftlichen Systems* und namentlich der Börse störten¹⁴.

- Ein dritter Ansatz liegt schliesslich darin, den *Vertrauensmissbrauch*, den der Insider begeht, die Verletzung seiner Treuepflicht gegenüber der Unternehmung, als entscheidende Komponente zu bezeichnen¹⁵.

b) Während Brunner «das deliktische Moment des Insidergeschäftes im Vertrauensmissbrauch durch den Insider gegenüber der Firma, in der oder für die er arbeitet»¹⁶ erblickt, habe ich in meiner früheren Publikation¹⁷ die Übervorteilung des nicht eingeweihten Anlegers besonders hervorgehoben. Richtig wird es sein, nicht im Sinne eines «Entweder-Oder», sondern eines «Sowohl-Als-auch» zu entscheiden: Der Insider handelt verwerflich, weil er seinen Informationsvorsprung ausnutzt, womit er einerseits (vom Unternehmen her gesehen) vertrauliches Wissen missbraucht, womit er aber andererseits (vom Anleger her gesehen) gleichzeitig auch seinen Vertragspartner übervorteilt. Schliesslich wird man auch dem dritten Element – der wirtschaftspolitischen Schädlichkeit – Rechnung tragen müssen.

Nicht richtig scheint es mir jedenfalls, *ausschliesslich* auf das Schutzinteresse der Unternehmung, den Vertrauensmissbrauch gegenüber der Firma, abstellen zu wollen: Unmittelbar Leidtragender von Insideroperationen ist eben doch in erster Linie der übervorteilte Anleger. Auch sind Fälle denkbar, in denen die Begründung aus einer Loyalitätspflicht gegenüber der Unternehmung nicht weiter hilft: So wird man dem vorzeitig eingeweihten Journalisten kaum eine besondere Treuepflicht auferlegen können. Handelt er deshalb, wenn er

wird diesem Aspekt besondere Bedeutung beigemessen, vgl. F. Schmitz: Eine Lösung der Insider-Problematik ist dringlich (Interview), Schweizerische Handelszeitung Nr. 50 vom 13. 12. 1973, S. 3.

¹³ So ausdrücklich Pfisterer (zit. Anm. 8) 5; Klaus J. Hopt: Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken (München 1975) 458; Ulsenheimer (zit. Anm. 8) 1999.

¹⁴ So etwa Arbeitskreis Gesellschaftsrecht (zit. Anm. 12) 9, 50; Pfisterer (zit. Anm. 8) 5; Ulmer (zit. Anm. 12) 626; kritisch hinsichtlich des Börsenschutzes, jedoch befürwortend im Hinblick auf eine wirtschaftspolitisch erwünschte breite Streuung des Aktienbesitzes und der Vermögensbildung von Stebut (zit. Anm. 8) 617.

¹⁵ Vgl. etwa Hopt (zit. Anm. 13) 457f.; ferner Hopt/Will (zit. Anm. 8) 114f. Anm. 93; von Stebut (zit. Anm. 8) 618.

¹⁶ S. 181.

¹⁷ Zit. Anm. 1, 135, Separatdruck 12ff.; vgl. auch Peter Forstmoser: Kampf gegen Insidermissbräuche, gesetzliche Lösung eines moralischen Problems, Schweizerische Handelszeitung Nr. 39a vom 24. 9. 1976, S. 9.

vertrauliche Informationen ausnützt, weniger verwerflich?^{17a}

c) Max Brunner weist darauf hin, dass die Übervorteilung – mit Ausnahme des besonders gravierenden Betruges – in der Schweiz *strafrechtlich nicht erfasst* wird. Es scheint Brunner daher systemwidrig, die Strafbarkeit von Insidertransaktionen mit der Übervorteilung des Publikums zu motivieren.

Dieser Einwand ist m.E. *nicht stichhaltig*: Zwar stimmt es, dass andere Formen der Übervorteilung straflos bleiben. Dies aber – wie mir scheint – nicht deshalb, weil sie nicht strafwürdig wären, sondern weil die *zivilrechtlichen Sanktionen ausreichen*, wenn der Übervorteilte die Person des Schädigers kennt. Nach dem Prinzip der *Subsidiarität des Strafrechts*¹⁸ kann daher auf eine Strafnorm verzichtet werden.

Anders beim Insidergeschäft: Die *Anonymität* des börslichen, vor- und ausserbörslichen Wertpapierhandels hat zur Folge, dass der «Täter» dem «Geschädigten» nicht bekannt wird. Die herkömmlichen zivilrechtlichen Rechtsbehelfe – die Bestimmungen über Irrtum, Täuschung und Übervorteilung – müssen daher versagen¹⁹, ein Schutz kann *nur* durch eine Strafnorm gewährt werden²⁰.

d) Zusammenfassend ist damit festzuhalten: Die Ausnutzung von Inside-Information ist moralisch *verwerflich*, sie verstösst gegen die *individuellen* schutzwürdigen Interessen einerseits des *Anlegers*, andererseits der *Unternehmung*, und sie verletzt auch die *kollektiven* schutzwürdigen Interessen an einem gesunden Kapitalmarkt. Ein ausreichender Schutz ist nur mit Hilfe des *Strafrechts* zu finden.

Eine strafrechtliche Erfassung von Insidergeschäften drängt sich deshalb auf.

III. Entwicklungstendenzen im Ausland

1. Der internationale Trend zur Strafnorm

International besteht seit einigen Jahren eine klare Tendenz, sich im Insiderrecht nicht mit der Pflicht zu Schadenersatz oder Gewinnabführung zu begnügen, sondern *pönale Sanktionen* vorzusehen. Strafnormen

^{17a} Dass dieser Fall nicht hypothetisch ist, zeigen die Erfahrungen in Frankreich, dazu nachstehend III. 2. b.

¹⁸ Dazu *Hans Schultz*: Einführung in den Allgemeinen Teil des Strafrechts Bd. I (2. A. Bern 1974) 46 und im Zusammenhang mit Insidertransaktionen etwa *Ulsenheimer* (zit. Anm. 8) 2004.

¹⁹ Vgl. dazu *Forstmoser* (zit. Anm. 1) 138f., Separatdruck 20ff.

²⁰ *Forstmoser* (zit. Anm. 1) 139, Separatdruck 22f.

finden sich etwa in Frankreich; sie stehen in Vorbereitung oder werden zumindest überwiegend gefordert in England, den USA und Deutschland^{20a, 21}.

2. Das Beispiel Frankreichs insbesondere

a) In Frankreich wurde – nach erfolglosen Versuchen mit blossen Offenlegungspflichten – anfangs 1971 eine Strafnorm eingeführt²².

Sie²³ lautet²⁴:

«Mit Gefängnis von zwei Monaten bis zu zwei Jahren und mit Geldstrafe von 5000.– bis 5 Millionen Franken, gegebenenfalls darüber hinaus bis zum Vierfachen des erzielten Gewinnes, oder nur mit einer dieser beiden Strafen werden bestraft... Personen, die anlässlich der Ausübung ihres Berufs oder ihrer amtlichen Funktionen über besondere Informationen zum technischen, kaufmännischen oder finanziellen Gang einer Gesellschaft verfügen, wenn sie die genannten Informationen ausnutzen, bevor die Öffentlichkeit davon Kenntnis erlangt, um selbst oder durch Mittelspersonen ein oder mehrere Geschäfte an der Börse zu tätigen.»

b) Aufgrund dieser Norm sind ab 1972 Strafuntersuchungen eingeleitet worden, die 1975 zu ersten Urteilen geführt haben²⁵. Untersuchung und Strafverfahren benötigten somit relativ lange Zeit, lagen aber für Wirtschaftsdelikte durchaus im Rahmen des Üblichen.

Zurzeit sind wohl etwa zehn Fälle abgeschlossen. Einige weitere Verfahren sind offenbar noch pendent.

Es lohnt sich – besonders auch im Hinblick auf die allfällige Schaffung einer schweizerischen Strafnorm – die bekannt gewordenen Verfahren kurz zu referieren²⁶.

^{20a} Vgl. den Ausdruck des allgemeinen Trends in *Louis Loss* (Herausgeber): *Multinational Approaches – Corporate Insiders* (New York 1976); ferner *Will*, *Rabels Z.* (zit. Anm. 8) sowie ders.: Erste Strafurteile gegen Insider im französischen Wertpapierhandel, *Aussenwirtschaftsdienst des Betriebs-Beraters* 22 (1976) 549ff.

²¹ Übersicht über Strafnormen in Kanada, Australien, Japan, Malaysia und Singapur bei *Hopt/Will* (zit. Anm. 8) 106f., dort im Anhang auch Abdruck der einschlägigen Texte.

²² Vgl. dazu *Forstmoser* (zit. Anm. 1) 146f., Separatdruck 44ff.; *Georg Leistner*: Das französische Insider-Recht, *Die Aktiengesellschaft* 16 (1971) 360ff.; *Heinz Bremer*: Die Insider-Regeln, *Die Aktiengesellschaft* 16 (1971) 55f.; *Hopt/Will* (zit. Anm. 8) 108ff.; *Gilbert Mourre* in *Multinational Approaches – Corporate Insiders* (zit. Anm. 20) 46f.; *Will* (zit. Anm. 20).

²³ Art. 10-I der Ordonnance no 67–833 vom 28. 9. 1967 in der Fassung gemäss Loi no 70–1208 vom 23. 12. 1970.

²⁴ Übersetzung von *Will* (zit. Anm. 20).

²⁵ Ausführlich zu diesen ersten Verfahren *Will* (zit. Anm. 20).

²⁶ Die Informationen über die französischen Entscheide – besonders auch über die nicht publizierten – verdanke ich Herrn Dr. *Michael R. Will*.

aa) *Fall H. F.*²⁷

H. F. war Verwaltungsrat der amerikanischen Otis Elevator Company und Generaldirektor ihrer 65 %-igen Tochtergesellschaft Otis Europe. Weitere 12% von Otis Europe hielt die Baudet Donon Roussel Holding (BDR), deren Aktien an der Pariser Börse kotiert sind.

H. F. schlug der Otis Elevator Company im April 1972 vor, die BDR aufzukaufen, um so die Übernahme durch andere Interessenten zu verhindern. Zwischen dem 28. Juni und dem 4. Juli 1972 liess er durch seine Bank total 376 BDR-Aktien zum Preis von durchschnittlich FF 189.- erwerben.

Am 17. Juli wurde die Übernahmeofferte publik; der Übernahmepreis betrug FF 245.-.

H. F. zederte in der Folge an die Otis Elevator 351 BDR-Aktien zum Preis von FF 205.-. Damit löste er den Einstandspreis, und es blieben ihm 25 BDR-Aktien als Gewinn.

Das Gericht warf H. F. vor, er habe gehandelt «en toute connaissance de cause, en faussant le jeu normal du marché boursier et en rompant la nécessaire égalité entre tous les clients de ce marché par son action illicite»²⁸, und es verurteilte H. F. zu 6 Monaten Gefängnis bedingt und FF 10 000.- Busse.

bb) *Fall J. D.*²⁹

Die Compagnie Française d'Entreprise (CFE) machte 1970 bei zwei nordafrikanischen Grossbauprojekten verheerende Verluste.

J. D. trat daher am 3. Februar 1971 vom Posten eines Verwaltungsrats und Generaldirektors dieser Gesellschaft zurück. Im Februar und April 1971 verkaufte J. D. einen Teil seiner CFE-Aktien zu Preisen von FF 40.- und 35.-. Als Mitte Mai 1971 die Bilanz der Gesellschaft publiziert wurde, sank der Aktienkurs unter FF 20.-. J. D. hatte FF 75 000.- Gewinn eingesteckt.

Das Gericht sprach J. D. frei, offiziell mit der Begründung, es sei nicht erwiesen, dass er Inside-Information habe ausnutzen wollen, tatsächlich dagegen wohl eher aus Gründen des Mitleids. (J. D. war am Rande des finanziellen Ruins und hatte in Prozessen gegen die Gesellschaft zu kämpfen.) – Das Urteil wird allgemein als unrichtig qualifiziert, und es wurde Berufung dagegen eingelegt.

²⁷ Ausführlich wiedergegeben bei *Will* (zit. Anm. 20) 550ff.; vgl. auch *Bulletin des Sociétés* 1975, 593 ff.

²⁸ *Bulletin des Sociétés* 1975, 594.

²⁹ Vgl. *Will* (zit. Anm. 20) 550ff.; *Bulletin des Sociétés* 1976, 24ff.; ferner *Multinational Approaches-Corporate Insiders* (zit. Anm. 20) 51 f.

cc) *Fall C.-B.*³⁰

C.-B. war Generalsekretär der Babcock Atlantique und Direktor der Babcock Fives.

Am 12. April 1973 gab er seiner Bank den Auftrag zum Verkauf von Babcock-Fives-Aktien. Am 17. April wurden die Verwaltungsräte von Babcock Fives und Babcock Atlantique offiziell über schwere Verluste von Babcock Atlantique informiert. Am 18. April wurde das Publikum orientiert.

C.-B. konnte beweisen, dass er sich wenig um die Firma kümmerte und dass er insbesondere keinen Zugang zur Buchhaltung und zur Finanzdirektion hatte. Das Gericht hielt daher nicht für bewiesen, dass C.B. aufgrund einer «information privilégiée» gehandelt habe, und C.-B. wurde deshalb freigesprochen. (In einer Anmerkung zu diesem Urteil³¹ findet es André Tunc erstaunlich, dass sich ein Generalsekretär auf den Standpunkt stellen konnte, er habe von den eingetretenen Verlusten nichts gewusst.)

dd) *Fall P. S.-G.*³²

P. S.-G. war von Beruf Wirtschaftsjournalist. Als solchem standen ihm die Archive seiner Zeitung zur Verfügung. Ausserdem kannte er alle Börsengerüchte. P. S.-G. tätigte verschiedene Börsengeschäfte, die im Hinblick auf Insider-Transaktionen zu untersuchen waren:

– «*Hôtels et Casino de Deauville*»: Vom 11.–25. Oktober 1972 hatte P. S.-G. 89 Titel dieses Unternehmens zu Kursen zwischen FF 105.- und 119.- gekauft, am 30. und 31. Oktober 1971 hatte er sie zu Kursen zwischen 128.60 und 132.- verkauft. Am 26. Oktober 1972 hatte P. S.-G. einen Artikel veröffentlicht, in welchem die Zukunftschancen der Gesellschaft hochgelobt und behauptet wurde, ihre Papiere seien stark unterbewertet.

P. S.-G. hatte vor der Redaktion seines Artikels die Geschäftsleitung der «*Hôtels et Casino de Deauville*» getroffen.

Das Gericht sprach ihn in diesem Punkt schuldig.

– «*Casino de Cannes*»: Am 30./31. Oktober 1972 hatte P. S.-G. 200 Aktien dieses Unternehmens zu Kursen von FF 140.- bis 142.- gekauft. Zwei Wochen später verkaufte er diese Aktien zu Kursen von FF 190.- bis 247.-. In der Zwischenzeit hatte er einen Artikel über die Gesellschaft verfasst, in dessen Untertitel er auf eine «*augmentation spectaculaire du bénéfice*» hinwies.

P. S.-G. wurde schuldig gesprochen.

³⁰ Vgl. *Juris-Classeur Périodique* 1976, II, 18496; vgl. auch *Journal des Notaires et des Avocats* et *Journal du Notariat, Nouveau Répertoire Commaillé* 1977, 10 f.

³¹ *Juris-Classeur Périodique* 1976, II, 18496 a.E.

³² Vgl. *Juris-Classeur Périodique* 1976, II, 18496.

– «*Société de la Tour Eiffel*»: Auch hinsichtlich dieser Gesellschaft ging P. S.-G. ähnlich vor. Doch konnte ihm bei diesen Transaktionen der Besitz von Inside-Information nicht nachgewiesen werden. Nach Auffassung des Gerichts hatte P. S.-G. vielmehr ausschliesslich öffentlich zugängliche Finanzberichte benutzt. Er wurde in diesem Punkt freigesprochen.

– «*Babcock Fives*»: Ähnlicher Sachverhalt, wobei P. S.-G. trotz Gesprächen mit der Geschäftsleitung der Gesellschaft keine Inside-Informationen nachgewiesen werden konnten. Auch in diesem Punkt erfolgte daher ein Freispruch.

P. S.-G. wurde somit wegen seiner Insider-Transaktionen mit den Papieren «*Hôtels et Casino de Deauville*» und «*Société du Casino de Cannes*» zu zwei Monaten bedingt verurteilt.

ee) Fälle F. B., R. P., R. M.⁸³

Es handelt sich um drei Verfahren, alle resultierend aus dem gleichen Sachverhalt.

– F. B. war Direktionsassistent bei Carrefour. Er gab am 2. Mai 1972 eine Kauforder für 300 Aktien Allobroge zum Preis von FF 224.–, dies in Kenntnis von Verhandlungen zwischen Carrefour und Allobroge über den gemeinsamen Betrieb eines Supermarktes. Nachdem die Verhandlungen zum Erfolg geführt hatten und der Vertragsschluss am 8. Mai publiziert worden war, stieg der Allobroge-Kurs bis 420.

F. B. wurde mit einer Busse von FF 10 000.– bestraft.

– R. P. war Président Directeur Général der S.A. SABEG, die für Carrefour Ladengebäude erstellte. Zwischen dem 20. April und 4. Mai 1972 gab er Kauforders für 3600 Allobroge-Aktien. Das Gericht konnte R. P. Insiderkenntnisse zwar nicht direkt nachweisen. Es folgerte diese aber aus den Umständen, etwa daraus, dass R. P. ein Darlehen aufgenommen hatte, um diese Aktienkäufe realisieren zu können.

R.P. wurde bestraft mit 6 Monaten Gefängnis bedingt und FF 20 000.– Busse.

– R. M. schliesslich war technischer Berater der Allobroge. Er kaufte am 4. Mai 1000 Allobroge-Aktien zu FF 220.–.

Das Gericht nahm Insiderkenntnisse an und bestrafte ihn mit drei Monaten Gefängnis bedingt und FF 5000.– Busse.

⁸³ Vgl. *Juris-Classeur Périodique* 1977, II, 18543; vgl. auch *Multinational Approaches-Corporate Insiders* (zit. Anm. 20) 52f.

ff) Fall C. und F.⁸⁴

C. war Verwaltungsrat der Kali Sainte Thérèse SA. F. war Finanzdirektor einer Bank mit engen Verbindungen zu Kali. In einer Verwaltungsratssitzung vom 9. April 1973 wurde festgestellt, dass der Jahresabschluss für 1972 8 Mio. Gewinn auswies gegenüber 1,6 Mio. im Vorjahr. Der Verwaltungsrat beschloss daher, der Generalversammlung die Verdoppelung der Dividende und eine Verdoppelung des Kapitals durch Ausgabe von Gratisaktien vorzuschlagen.

Publiziert wurde der gute Abschluss erst am 4. Mai. Vor der öffentlichen Bekanntmachung des Jahresabschlusses hatten sowohl F. wie C. Kali-Aktien gekauft, die sie anschliessend mit Gewinn wieder veräusserten.

Das Gericht verurteilte C. zu 10 Monaten Gefängnis bedingt und FF 50 000.– Busse, F. zu 10 Monaten Gefängnis bedingt und FF 25 000.– Busse, da beide Insider-Kenntnisse missbräuchlich ausgenützt hatten: C. hatte an der betreffenden Verwaltungsratssitzung teilgenommen; F. hatte einen einschlägigen Tip des Generaldirektors von Kali erhalten.

c) Die praktischen Erfahrungen in Frankreich zeigen recht eindrücklich, dass eine *strafrechtliche Insiderregelung keineswegs eine stumpfe Waffe zu sein braucht*, wie dies Kritiker befürchten. Mag auch die Dunkelziffer – wie bei anderen Delikten des wirtschaftlichen Bereichs – gross bleiben: Zumindest in einzelnen Fällen kann der Missbrauch vertraulicher Informationen nachgewiesen und entsprechend geahndet werden. Dies aber reicht aus zur Erfüllung der beiden wichtigsten Funktionen eines Insiderrechts: der Schaffung des *Unrechtsbewusstseins* und der *Präventivwirkung*.

Ferner zeigen die französischen Erfahrungen, dass die *Sachverhalte vielfältig* sein können und es sich deshalb *nicht empfiehlt, die Strafnorm* hinsichtlich der möglichen Täter wie auch der erfassten Sachverhalte *allzu eng zu formulieren*.

IV. Skizze eines möglichen Straftatbestandes

1. Zielsetzung

Wie Max Brunner bin ich der Ansicht, dass die Strafnorm

- möglichst einfach und praktikabel ausgestaltet,
- klar umschrieben und
- nur auf die wirklich stossenden Fälle ausgerichtet sein sollte.

⁸⁴ Vgl. *Juris-Classeur Périodique* 1977, II, 18543

Dagegen erachte ich es *entgegen Brunner* nicht für erforderlichlich,

- die Strafnorm kasuistisch aufzubauen durch abschliessende Aufzählung möglicher Inside-Informationen,
- die Strafnorm derart eng zu fassen, dass Umgehungsgeschäfte aller Art, die moralisch genauso verwerflich sind (Handeln über den Strohmann, über ausländische Börsen, zugunsten juristischer Personen, in ausländischen Wertpapieren) straffrei bleiben.

Mein Vorschlag (der allerdings auch nicht als endgültig gelten kann) weicht daher in einigen Punkten von dem Brunners ab.

2. Vorschlag für eine Strafnorm

Ich schlage vor, die Strafnorm³⁵ etwa wie folgt zu fassen:

Wer im börslichen, vor- oder ausserbörslichen Handel mit Effekten nicht allgemein zugängliche Informationen ausnutzt, die geeignet sind, die Kursentwicklung erheblich zu beeinflussen, wird mit Gefängnis oder Busse bestraft.

Informationen dieser Art sind namentlich solche über die Ausgabe neuer Beteiligungspapiere oder Obligationen, über die Zerlegung von Beteiligungspapieren in solche von niedrigerem Nennwert, über Verhandlungen betreffend kapitalmässige Zusammenschlüsse irgendwelcher Form, sofern dabei ein öffentliches Angebot für den Kauf oder Tausch von Beteiligungspapieren in Aussicht genommen ist sowie über erhebliche Änderungen in der Ertragslage eines Unternehmens oder der Dividendenausschüttung.

3. Der Kreis der Täter

a) Brunner möchte die Strafnorm als Sonderdelikt ausgestalten: Strafbar soll nur der in einer besonderen Vertrauensstellung zum Unternehmen stehende Insider sein³⁶.

Diese Einschränkung auf den *zuständigerseits informierten* Insider (eine logische Konsequenz der ethischen Begründung Brunners) ist m.E. *nicht gerechtfertigt*: Die amerikanische wie die neue französische Kasuistik zeigen eindrücklich, dass nicht nur Vertrauenspersonen des Unternehmens, sondern auch Dritte³⁷ vertrauliche Kenntnisse in strafwürdiger Art ausnutzen können.

³⁵ Vgl. als weiteres Beispiel für die Formulierung einer Strafnorm *Hopt/Will* (zit. Anm. 8) 165f.

³⁶ Immerhin *jeder* Insider dieser Art, unabhängig von seinem Rang und unabhängig auch davon, ob er in der Unternehmung selbst tätig oder als Aussenstehender beigezogen worden ist, vgl. S. 188f.

³⁷ Etwa Journalisten und Bankfachleute, vgl. die Beispiele in III. 2. b. hievor.

b) Unhaltbar ist m.E. namentlich auch die Ausklammerung von Strohmannern³⁸: Sowohl der Strohmann wie sein Hintermann sollten erfasst werden können, falls die übrigen Tatbestandselemente erfüllt sind.

4. Die erfassten Transaktionen

a) Besondere strafrechtliche Sanktionen drängen sich – wie vorn II. c. gezeigt – nur für den *anonymen Handel* mit Wertpapieren auf. Bei face-to-face-Geschäften dagegen genügt der Schutz, der durch die herkömmlichen zivilrechtlichen Rechtsbehelfe vermittelt wird.

Diese Einschränkung soll erreicht werden, indem nur Geschäfte im *börslichen, vor- oder ausserbörslichen Handel* strafrechtlich erfasst werden. Brunner sieht eine ähnliche (aber meines Erachtens zu enge) Beschränkung vor, indem er nur Geschäfte mit börsengängigen Wertpapieren erfassen will, jene aber auch dann, wenn sie nicht über die Börse abgewickelt werden³⁹.

b) Nicht gerechtfertigt scheint mir die von Brunner vorgeschlagene Beschränkung auf *Geschäfte an schweizerischen Börsen*⁴⁰. Vielmehr ist nach meiner Ansicht der räumliche Geltungsbereich entsprechend der allgemeinen Norm von StGB 7 abzugrenzen. Die Probleme, die sich für die Strafverfolgung stellen, wenn über das Ausland gehandelt wird, sind bei Insidertransaktionen nicht verschieden von denen bei anderen deliktischen Handlungen.

c) Endlich glaube ich nicht, dass eine Beschränkung auf *Geschäfte zum Nutzen von natürlichen Personen* angemessen ist: Auch dadurch würde der Umgehung Tür und Tor geöffnet, und ein neuer Fall in der Schweiz zeigt, dass durchaus auch verwerfliche Geschäfte zugunsten von juristischen Personen vorkommen können⁴¹.

5. Die erfassten Papiere

a) Mit Brunner⁴² bin ich der Ansicht, dass von der Strafnorm nur der Handel mit Wertpapieren (genauer mit Effekten) erfasst werden sollte, und zwar nur mit Wertpapieren, für die ein *anonymer Markt* besteht⁴³.

³⁸ Wie sie *Brunner*, S. 190, ausdrücklich vornimmt.

³⁹ Vgl. S. 182.

⁴⁰ Vgl. S. 182, 190.

⁴¹ Der Ringvertreter einer Zürcher Grossbank hatte von der vorzeitigen Rückzahlung einer hoch verzinslichen Obligation erfahren. Er benutzte diese Kenntnis – sicher sehr zum Unwillen seiner Vorgesetzten –, um noch vor der allgemeinen Bekanntgabe einen grösseren Posten dieser Titel einer anderen Grossbank zu verkaufen, vgl. NZZ Nr. 245 vom 19. 19. 1976, S. 14.

⁴² S. 182.

⁴³ Vgl. vorn II. c.

Im Handel mit Rohstoffen und Devisen besteht ein weniger grosses Interesse für den Schutz des allgemeinen Publikums, und in anderen Bereichen genügen die zivilrechtlichen Vorschriften, da sich die Vertragspartner kennen.

b) Dagegen möchte ich die *Obligationen schlechthin* und nicht nur solche mit Wandel- oder Optionsrechten⁴⁴ von der Strafnorm erfasst wissen: In der Schweiz sind zumindest zwei Fälle von der Presse aufgegriffen worden, in denen die Kenntnis vorzeitiger Rückzahlung für Insidergeschäfte ausgenutzt wurde⁴⁵.

c) Ebenso scheint mir die Beschränkung auf *schweizerische Wertpapiere*⁴⁶ nicht angebracht, auch wenn in der Schweiz erfassbare Fälle sich in der Regel auf schweizerische Papiere beziehen dürften. Die bankenrechtliche Ordnung und die Regelung für Anlagefonds zeigen, dass ein Interesse besteht, im Kapital- und Anlagemarkt nicht nur rein innerschweizerische Tatbestände zu erfassen⁴⁷.

6. Umschreibung der relevanten Informationen

a) Einig sind sich Max Brunner und ich darüber, dass nur die Ausnutzung *nicht allgemein zugänglicher, vertraulicher* Information strafwürdig ist: Wer aufgrund besonders eingehender Analysen zu Einsichten gelangt, die anderen verschlossen bleiben, soll natürlich berechtigt sein, die Früchte seiner Tätigkeit zu ernten. Er ist nicht Insider im Sinne unserer Definition. Unerwünscht und ethisch verwerflich ist lediglich das Handeln aufgrund von Kenntnissen, die anderen auch bei grösster Sorgfalt nicht offen stehen.

b) Stark auseinander gehen die Vorschläge hinsichtlich der näheren *Umschreibung der relevanten Informationen*:

Brunner möchte eine Reihe genau gefasster Tatbestände als *abschliessende Aufzählung* in die Norm aufnehmen. Dagegen würde ich eine *allgemeine Formulierung* vorziehen, die allerdings durch eine exemplifika-

tive Aufzählung (Abs. 2 meines Vorschlages) konkretisiert werden könnte⁴⁸.

c) Für eine *allgemeine* Umschreibung (die m.E. durchaus nicht gegen das Postulat der Bestimmtheit von Strafnormen zu verstossen braucht) sprechen wiederum die ausländischen Beispiele: Von den in Frankreich verurteilten Verhaltensweisen wäre aufgrund der Umschreibung von Max Brunner weniger als die Hälfte strafrechtlich erfassbar gewesen, obwohl sie alle Missbilligung verdienten.

d) Richtig scheint allerdings auch mir, dass die Strafbarkeit auf die gravierenden Fälle einzuschränken und dass *Bagatellfälle* von der Strafverfolgung *auszuschliessen* sind. Doch sehe ich die Abgrenzung nicht in der (mehr oder minder zufälligen) Auswahl einzelner Insiderdatbestände, sondern darin, dass die Ausnutzung vertraulicher Kenntnisse nur dann zu bestrafen ist, wenn die nicht allgemein bekannten Tatsachen geeignet sind, die *Kursentwicklung erheblich zu beeinflussen*. Es ist richtig, dass damit keine mathematisch exakte Abgrenzung vorgenommen wird, doch sind Normen, die der Auslegung bedürfen und durch richterliche Rechtsanwendung näher präzisiert werden können, dem Strafrecht nicht fremd.

In der *Praxis* wird das Handeln von Insidern ohnehin nur in stossenden Fällen registriert werden und zu einer Untersuchung führen.

7. Zeitliche Abgrenzung von Insider-Transaktionen

Eine zeitliche Abgrenzung⁴⁹ ergibt sich – wie mir scheint – aus der Umschreibung des Tatbestandes selbst, besonders aus den Elementen der Vertraulichkeit und der Kurswirksamkeit. Eine zusätzliche zeitliche Fixierung scheint mir entbehrlich.

8. Zum Strafmass

Das Strafmass wäre noch näher zu diskutieren und in ein vernünftiges Verhältnis zur Strafe für andere, in ihrer Tragweite vergleichbare Vermögensdelikte zu bringen. Mein Vorschlag soll hierfür nur Ausgangspunkt sein.

9. Einziehung der erlangten Vorteile

Auch hier scheint mir eine besondere Regelung nicht erforderlich: Die Möglichkeit der Einziehung gemäss StGB 58 und der angemessenen Festlegung der Busse gemäss StGB 48 dürften genügen.

⁴⁸ Über die zu nennenden Beispiele kann man sich natürlich streiten, und mein Vorschlag ist in dieser Hinsicht nur als Diskussionsgrundlage gedacht.

⁴⁹ Dazu Brunner 183 f.

⁴⁴ So Brunner 185.

⁴⁵ Günstiges Konversionsangebot für eine Obligationen-anleihe der Schweizerischen Bankgesellschaft im Februar 1971, dazu Forstmoser (zit. Anm. 1) 134, Separatdruck 8 f.; vorzeitige Rückzahlung einer hoch verzinslichen Anleihe von Texaco, vgl. vorn Anm. 41.

⁴⁶ So Brunner 182.

⁴⁷ Brunner anerkennt denn auch auf S. 182, dass «die ausländische Gesellschaft, die sich unserem Kapitalmarkt anvertraut, gegen einen Vertrauensmissbrauch ihrer Insider so gut geschützt werden [sollte] wie die hiesige Gesellschaft». Schwierigkeiten in der Strafverfolgung sind m.E. kein ausreichender Grund für den Verzicht auf strafrechtliche Erfassung.

10. Exkurs: Zum Instrumentarium

a) Zur Erleichterung der Abklärung von Insider-Transaktionen schlägt Max Brunner vor, Unternehmen und Banken zu verpflichten, *Dossiers anzulegen* bei der Abwicklung von Geschäften, die zu Insider-Transaktionen führen könnten⁵⁰.

Zweifellos würde die Anlage solcher Dossiers die Verfolgung von Insidergeschäften erleichtern. Doch scheint mir, dass hier zu sehr die «beste aller Welten» angestrebt wird: Es gibt im Bereich wirtschaftlichen Handelns kompliziertere und schwerwiegendere Delikte, die auch ohne entsprechende Unterlagen abgeklärt werden müssen. Auch dürften die relevanten Vorgänge ohnehin zum grossen Teil in Verwaltungsratsprotokollen, Besprechungsnotizen, internen Memoranden, Börsenjournalen usw. schriftlich festgehalten sein.

b) Wünschbar wäre es zweifellos, dass die Abklärung des Sachverhalts einer *besonders qualifizierten Untersuchungsbehörde* zugewiesen würde. Doch handelt es sich hier um ein allgemeines Postulat für den Bereich der Wirtschaftsdelikte, nicht um ein spezielles Problem des Insiderrechts.

c) Auch wenn die einschlägige Strafnorm als *Offizialdelikt* ausgestaltet wird, dürfte in der Praxis eine Untersuchung nur aufgrund einer Anzeige an die Hand genommen werden.

Dabei ist anzunehmen, dass mögliche Insiderfälle primär an der Börse entdeckt werden. Aufgrund seines Beamtenstatus wäre (jedenfalls an der Zürcher Börse) der *Börsenkommissär* verpflichtet, in solchen Fällen Anzeige zu erstatten. Eine zusätzliche Regelung wäre daher auch in diesem Bereich nicht erforderlich. Immerhin könnte allenfalls diese Anzeigepflicht einer anderen Instanz zugewiesen werden.

V. Auf dem Weg zu einer Strafnorm in der Schweiz?

1. Vorarbeiten im Kanton Zürich

a) Im März 1974 reichte Dr. Hans Georg Lüchinger im Zürcher Kantonsrat eine *Motion* betreffend Insider-Missbräuche im Börsenhandel ein, die vom Rat als Postulat überwiesen wurde. Darin wurde die Zürcher Regierung ersucht, sie möge «Bericht und Antrag darüber erstatten, durch welche freiwilligen, kantonalen oder eidgenössischen Normen die Erzielung ungerechtfertigter Gewinne durch Ausnützung vertraulicher In-

sider-Informationen im Effektenhandel in Zukunft verhindert werden kann und soll»⁵¹.

Zur Prüfung dieses Vorstosses setzte die Zürcher Regierung eine Expertenkommission ein, in welcher namentlich Fachleute aus Bank- und Börsenkreisen sowie der Finanzpresse vertreten waren. Diese erstattete im März 1976 Bericht.

b) Die aufgrund der Vorarbeiten der Expertenkommission erfolgte *regierungsrätliche Stellungnahme* vom Oktober 1976⁵² setzt sich mit dem Insiderproblem eingehend auseinander und stellt zusammenfassend fest, es erscheine als «einfache praktikable und sachadäquate Lösung... die missbräuchliche Verwendung vertraulicher, nicht allgemein zugänglicher Informationen im börslichen, vor- oder ausserbörslichen Effektenhandel durch Schaffung einer bundesrechtlichen Norm unter Strafe zu stellen»⁵³. Die Schaffung einer Strafnorm sei – so die Zürcher Regierung – «um so mehr gerechtfertigt, als in der missbräuchlichen Verwendung von Insiderinformationen ein Wirtschaftsdelikt zu erblicken ist, ähnlich den Vermögensdelikten, die bereits heute strafrechtlich geahndet werden».

Der regierungsrätliche Bericht fand in der Presse erhebliche Beachtung⁵⁴. Die anschliessenden Stellungnahmen waren geteilt: Teils wurde der Vorschlag der Zürcher Regierung befürwortet, teils wurden dagegen Lösungen auf freiwilliger Grundlage postuliert⁵⁵. *Unbestritten* aber war durchwegs, dass eine Regelung nötig und dringlich sei.

c) Im *Zürcher Kantonsrat* kam der Bericht am 7. Februar 1977 zur Sprache. Dabei stellte sich die Grosszahl der Votanten hinter den Vorschlag der Regierung⁵⁶.

⁵¹ Vgl. Bericht und Antrag des Regierungsrates an den Kantonsrat ... zum Postulat 1563 über missbräuchliche Verwendung von Insider-Informationen vom 13. 10. 1976, S. 1f.

⁵² Zit. Anm. 51.

⁵³ Zit. Anm. 51, 8.

⁵⁴ Vgl. etwa Die Tat vom 28. 10. 1976, S. 1; NZZ Nr. 254 vom 29. 10. 1976, S. 21; Tages-Anzeiger vom 30. 10. 1976, S. 8; Schweizerische Handels-Zeitung Nr. 45 vom 4. 11. 1976, S. 7.

⁵⁵ Vgl. etwa Schweizerische Handels-Zeitung Nr. 46 vom 11. 11. 1976, S. 7, wo Bankenvertreter überwiegend für eine Lösung auf dem Wege der Selbstregulierung eintraten.

⁵⁶ Vgl. Die Tat Nr. 32 vom 7. 2. 1977, S. 8; NZZ Nr. 32 vom 8. 2. 1977, S. 41; Tages-Anzeiger vom 8. 2. 1977, S. 15 und Finanz und Wirtschaft Nr. 11 vom 9. 2. 1977, S. 2; vgl. auch schon den Hinweis in NZZ Nr. 12 vom 15./16. 1. 1977, S. 47, wonach die kantonsrätliche Fraktion der FDP die Schaffung eines ausreichenden Schutzes gegen Insider-Transaktionen befürwortete und «die Absicht des Regierungsrates [begrüsste], diesbezüglich auf Bundesebene die Schaffung einer strafrechtlichen Norm zu erwirken».

⁵⁰ Vgl. S. 188.

2. Realisierung auf Bundesebene?

a) Es versteht sich von selbst, dass eine Strafnorm auf Bundesebene realisiert werden müsste. Einen entsprechenden Vorstoss hat die Zürcher Regierung im Anschluss an ihren Bericht⁵⁷ unternommen:

In einem Schreiben an das Eidg. Justiz- und Polizeidepartement und das Eidg. Finanz- und Zolldepartement wurde beantragt, «eine Norm zu schaffen, welche die missbräuchliche Verwendung von Insiderinformationen unter Strafe stellt». Die Departemente wurden gebeten, «die Schaffung einer solchen Norm an die Hand zu nehmen»⁵⁸.

b) Es bleibt nun abzuwarten, wie die eidgenössischen Instanzen entscheiden werden.

VI. Nützlichkeit flankierender Massnahmen?

In meinem Aufsatz^{58a} habe ich – mit grossen Vorbehalten allerdings – auf weitere Massnahmen hingewiesen, die der Eindämmung von Insider-Transaktionen dienen könnten. Im Anschluss an die kritischen Bemerkungen Brunners sei zu diesen Massnahmen das Folgende erwähnt:

1. Verbesserung der Firmenpublizität

Zu Recht weist Brunner⁵⁹ darauf hin, dass einerseits in den letzten Jahren die Publizität mancher Schweizer Firmen stark verbessert worden ist, dass es aber andererseits immer legitime Bedürfnisse geben wird, um Informationen vertraulich zu behandeln. Die kritische Insider-Information kann daher durch eine Verbesserung der Publizität nicht aus der Welt geschafft werden.

Nützlich scheint mir ein Ausbau der Firmenpublizität aber in einer anderen Hinsicht: Je aussagekräftiger die von den Unternehmungen allgemein zugänglich gemachten Informationen sind, desto eher wird das Publikum in der Lage sein, sachgerechte Entscheidungen zu treffen und desto seltener wird es dazu kommen, dass Einzelereignisse starke Kursausschläge bewirken.

2. Gentlemen's Agreements und arbeitsvertragliche Verpflichtungen

a) Brunners Ansicht ist kategorisch: «An die wirksame Eindämmung von Insider-Geschäften durch Gentlemen-Agreements ... glaube ich nicht. ... aus dem gleichen Grunde glaube ich nicht an die Wirksam-

⁵⁷ Zit. Anm. 51.

⁵⁸ Auszug aus dem Protokoll des Regierungsrates des Kantons Zürich, Sitzung vom 13. 10. 1976, Nr. 5303.

^{58a} Zit. Anm. 1.

⁵⁹ S. 190ff.

keit von Reversen, also vertikalen Abmachungen mit denen sich Firmaangehörige gegenüber ihrer Gesellschaft verpflichten, keine Insidertransaktionen vorzunehmen.»⁶⁰

Diese Stellungnahme des erfahrenen Wirtschaftsjuristen ist zu beherzigen. Sie ist insbesondere zu beachten im Hinblick auf einzelne Voten von Bankvertretern, die im Anschluss an den Bericht der Zürcher Regierung eine Lösung auf der Grundlage der Freiwilligkeit vorschlugen⁶¹.

b) Immerhin scheinen mir Selbstverpflichtungen und besonders arbeitsvertragliche Vorschriften nützlich als *Ergänzung* und allenfalls als Vorstufe⁶² staatlicher Normen.

3. Sistierung des Börsenhandels?

Die Möglichkeit, durch Sistierung des Börsenhandels Insider-Transaktionen in einzelnen Fällen vorzubeugen, weist auch Brunner nicht von der Hand. Das Instrument ist kürzlich an der Zürcher Börse – allerdings zumindest teilweise *post festum* – eingesetzt worden⁶³. Doch wird man sich keinen Illusionen hingeben können: Die Einstellung des Handels kann nur in *Extremfällen* erfolgen, und sie kommt meist zu spät.

VII. Schlussbemerkung

Die vorstehende Auseinandersetzung mit den Vorschlägen Max Brunners hat – das folgt aus ihrem Charakter als «Replik» – die Gegensätze in unseren Auffassungen wohl allzusehr hervorgehoben. Abschliessend sei daher nochmals betont, dass sich Max Brunner und ich *im wesentlichen einig* sind:

– Beide sind wir der Ansicht, dass sich eine Regelung des Insiderproblems *aufdrängt*, dass sie vom *Staat* an

⁶⁰ S. 193.

⁶¹ Weshalb, so fragt man sich, kamen diese Vorschläge erst jetzt, wenn doch die Angelegenheit unbestrittenermassen und seit Jahren dringlich ist? Die Skizze einer Lösung auf freiwilliger Basis findet sich schon bei *Hans Vontobel*: Insider-Missbräuche im Börsenhandel, Schweizerische Handels-Zeitung Nr. 40a vom 4. 10. 1974, S. 9f. Vgl. auch *Schmitz* (zit. Anm. 12).

⁶² In diesem – und nur in diesem – Sinne *Harm Peter Westermann*: Unternehmensrechtspolitik in Selbstregulierung? ..., in Festschrift *Philipp Möhring* (München 1975) 319ff., 338.

⁶³ Einstellung des Handels vor Bekanntgabe der Bilanzanierung der Hypo Solothurn, vgl. NZZ Nr. 176 vom 30. 7. 1976, S. 13 und Nr. 213 vom 11./12. 9. 1976, S. 20 sowie insbesondere die grundsätzlichen Ausführungen von *Felder* (zit. Anm. 12).

- die Hand genommen werden sollte, und zwar durch Schaffung einer *Strafnorm*.
- Beide sind wir uns einig, dass die *Präventivwirkung* einer solchen Norm besonders wichtig sein wird, dass andererseits eine recht hohe Dunkelziffer in Kauf genommen werden muss und kann.
 - Beiden geht es uns schliesslich nicht darum, die freie wirtschaftliche Tätigkeit einzuschränken, sondern

ganz im Gegenteil darum, die freiheitliche Ordnung durch den Kampf gegen Missbräuche zu erhalten und zu schützen⁶⁴.

⁶⁴ Vgl. in diesem Zusammenhang *Ulsenheimer* (zit. Anm. 8) 2005: «... gerade derjenige, dem es um die Erhaltung einer freiheitlichen, am Wettbewerb orientierten marktwirtschaftlichen Ordnung wirklich ernst ist, muss sich für eine derartige ... Sondernorm engagieren...».