

Strafrechtliche oder zivilrechtliche Erfassung von Insider-Transaktionen?

Eine Duplik

Von Prof. Peter Forstmoser, Zürich

In der NZZ Nr. 111 vom 15./16. Mai habe ich die Ansicht vertreten, es sei den verpönten Insider-Geschäften durch die Einführung einer einfachen, aber *griffigen* Strafnorm zu begegnen. Mit dieser These haben sich Prof. Dr. M. Schubarth aus strafrechtlicher und Prof. Dr. Ch. von Greyerz aus aktienrechtlicher Sicht kritisch auseinandergesetzt (vgl. NZZ Nr. 124 vom 2. Juni und Nr. 129 vom 8. Juni). Während Prof. Schubarth zur Unlichkeit einer Strafbestimmung schlechthin Bedenken äussert und stattdessen eine *zivilrechtliche* Lösung vorzieht, stimmt Prof. von Greyerz meiner Forderung nach einer Strafnorm zu. Er hält diese für sich allein jedoch *nicht für ausreichend* und möchte sie durch eine aktienrechtliche Regelung ergänzen. Einig sind sich indessen Schubarth, von Greyerz und ich darin, dass Insider-Transaktionen verpönt sind. Einig sind wir uns auch, dass die *geltende gesetzliche Ordnung nicht ausreichend* und auch nicht erwartet werden kann, dass das Problem durch freiwillige Vereinbarungen unter den Betroffenen in Griff genommen werden kann. Uebereinstimmend sind wir damit der Ansicht, dass sich eine *gesetzliche Regelung aufdrängt*. Die Diskussion dreht sich nicht nur um die Frage, wo die einschlägigen Normen anzusiedeln sind: im Strafrecht, im Zivilrecht oder in beiden Bereichen?

Zu den Bedenken gegen eine Strafnorm

Die wesentliche Befürchtung Schubarths besteht darin, eine strafrechtliche Ordnung könnte nicht in der nötigen Klarheit und Eindeutigkeit redigiert, und es könnte dadurch das Erfordernis der *Bestimmtheit von Strafnormen* verletzt werden. Dieser Einwand, der gewiss nicht leichtzunehmen ist, ist in zweierlei Hinsicht zu prüfen: Gelingt es, den möglichen *Täterkreis* eindeutig zu umschreiben? Kann der unter Strafe zu stellende *Tatbestand* klar genug abgegrenzt werden?

Sowohl Schubarth wie offenbar auch von Greyerz gehen davon aus, dass eine Insider-Strafnorm als *Sonderdelikt* auszugestalten wäre: Strafbare soll nur der in einer besonderen Vertrauensstellung zum Unternehmen stehende Insider sein. Diese Einschränkung auf den zuständigerspezifischen Insider ist m. E. *nicht gerechtfertigt*. Es sind durchaus Fälle denkbar — und gerade sie sind in den letzten Wochen in der Schweiz besonders intensiv diskutiert worden —, in denen die Beschränkung des Täterkreises auf Personen, die der Unternehmung gegenüber zu besonderer Loyalität verpflichtet sind, verfehlt wäre. So wird man dem vorzeitig eingeweihten *Journalisten* kaum eine besondere Treupflicht auferlegen können, und schon gar nicht erfasst werden könnte derjenige, der durch eine tendenziöse Berichterstattung die Kurse manipuliert. Eine Einschränkung ist aber m. E. auch gar nicht nötig. Wie bei anderen Vermögensdelikten kann ganz allgemein *jedermann* als Täter in Frage kommen, der die verpönte und unter Strafe gestellte Handlung begeht, handle es sich nun um eine *unternehmensinterne* oder *externe* Person.

Für die nötige Bestimmtheit und Begrenzung der Strafnorm ist m. E. nicht durch die Umschreibung des Täterkreises sondern des *Tatbestandes* zu sorgen. Diese Einschränkung sollte in mehrfacher Hinsicht erfolgen:

Von selbst versteht sich vorab, dass nur die *Ausnutzung nicht allgemein zugänglicher, vertraulicher Information* strafwürdig ist: Wer auf Grund besonders eingehender Analysen zu Einsichten gelangt, die anderen verschlossen blei-

ben, soll natürlich berechtigt sein, die Früchte seiner Tätigkeit zu ernten.

Eine Strafnorm ist sodann zu beschränken auf die Ausnutzung von Information im *börslichen, vor- oder ausserbörslichen Handel* mit Effekten, beim *anonymen Handel* mit Wertpapieren also. Bei Face-to-face-Geschäften, bei denen der Vertragspartner bekannt ist, genügt der Schutz durch die herkömmlichen zivilrechtlichen Rechtsbehelfe.

Um Bagatellfälle von der Strafverfolgung auszuschliessen, sollte sodann die Ausnutzung vertraulicher Kenntnisse nur dann unter Strafe gestellt werden, wenn die nicht allgemein bekannten Tatsachen geeignet sind, die *Kursentwicklung erheblich zu beeinflussen*. Es ist richtig, dass durch eine solche Umschreibung keine mathematisch exakte Abgrenzung vorgenommen wird. Doch sind Normen, die der Auslegung bedürfen und durch richterliche Rechtsanwendung näher zu präzisieren sind, dem Strafrecht nicht fremd. Ausserdem könnten durch die Anführung von Beispielen der vom Richter anzulegende Massstab recht präzise bestimmt und die Hauptfälle von Insider-Transaktionen explizit aufgezählt werden. Wesentliche Informationen im Sinne der Strafnorm wären danach 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 in der Dividendenausschüttung.

Schubarth zweifelt sodann an der *Durchsetzbarkeit* einer Strafnorm. Die praktischen Erfahrungen im Ausland — etwa in Frankreich — zeigen jedoch eindrücklich, dass eine strafrechtliche Insider-Regelung *keineswegs eine stumpfe Waffe* zu sein braucht. Mag auch die Dunkelziffer — wie bei anderen Wirtschaftsdelikten — erheblich sein: Zumindest in einzelnen stossenden Fällen kann der Missbrauch nachgewiesen und entsprechend geahndet werden. Damit aber werden die beiden wichtigsten Funktionen eines Insider-Rechts erfüllt: die Schaffung des *Unternehmensbewusstseins* und die *Präventivwirkung*. Ueberdies dürfte die Aufdeckung von Insider-Transaktionen eher weniger Probleme aufgeben als die Abklärung anderer Wirtschaftsdelikte, da diese Transaktionen über Banken und Börsen ablaufen und demzufolge gut dokumentiert sind.

Regelung auf internationaler Ebene

Es ist Schubarth darin zustimmend, dass Insider-Geschäfte letztlich nur im Wege der internationalen *Zusammenarbeit* wirksam bekämpft werden können. Die internationale Rechtshilfe, die nur auf der Basis einer nationalen Strafnorm erfolgen kann, würde aber hierfür eine gute — und wohl die einzige realisierbare — Basis bilden. Sie ist der zurzeit offenbar diskutierten Lösung vorzuziehen, wonach die Schweizer Banken auf Grund einer Konvention von ihren an ausländischen bzw. amerikanischen Börsen aktiven Kunden einen *Revers* verlangen würden, durch welchen die Bank ausländischen Behörden gegenüber alle gewünschten Auskünfte geben könnte, ohne an das Bankgeheimnis gebunden zu sein.

Schädigung des Publikumsanlegers oder der Unternehmung?

Prof. von Greyerz begründet die Strafwürdigkeit von Insider-Transaktionen damit, der Insider verletze Treue- und Loyalitätspflichten, die er seiner Unternehmung schulde. Konsequenterweise will er eine zivilrechtliche Ord-

Warschauer Gespräche über Polen-Schulden

Suche nach einer Kompromissformel

G. S. Die ursprünglich für den 6. August in London angesetzten Gespräche zwischen *Polen* und einer Arbeitsgruppe seiner westlichen *Gläubigerbanken* über die Umschuldung der Fälligkeiten 1982 werden nun, wie aus Bankenkreisen zu erfahren ist, am Dienstag in Warschau aufgenommen werden. Das hat den Vorteil, dass die polnischen Verantwortlichen *voll dokumentiert* sind oder jedenfalls leichter Zugriff zu allen Unterlagen haben und somit zumindest von dieser Seite keine Verzögerungen zu erwarten sind. Einfach werden die Gespräche dennoch nicht sein.

Beim letzten Besuch einer kleinen Arbeitsgruppe in Warschau in der zweiten Julihälfte legten die Polen die Zahlen über die *Quartalsergebnisse der Leistungsbilanz* zum 31. März 1982 sowie die *Projektionen* für das gesamte laufende Jahr vor. Dabei wurde deutlich — was nicht anders zu erwarten war —, dass es trotz einem Handels- und einem Dienstleistungsbilanzüberschuss von je etwa 100 Mio. \$ in den ersten drei Monaten um die ausserwirtschaftliche Situation des Ostblocklandes *nach wie vor katastrophal* bestellt ist und dass gemäss polnischen Angaben für 1982 mit einem *Finanzloch* von insgesamt mindestens 9,1 Mia. \$ in der Zahlungsbilanz zu rechnen ist, das es zu stopfen gilt. Allein die gegenüber den *Banken* fälligen *Zinszahlungen* von fast 2 Mia. \$ (1,1 Mia. \$ auf Grund der «regulären» Schulden, 280 Mio. \$ gemäss dem Frankfurter Konsolidierungsabkommen für 1981, 150 Mio. \$ für kurzfristige Verbindlichkeiten und 400 Mio. \$ aus dem vergangenen Jahr, die 1982 bezahlt werden) übersteigen die finanziellen Möglichkeiten. Dazu kommen aber unter anderem noch die *Zinszahlungen* im Zusammenhang mit *staatlich garantierten Krediten* von 1,14 Mia. \$, die *Tilgungen* von 2,46 Mia. \$ an die *Banken* und von 2,31 Mia. \$ an die *Regierungen* oder die *Zins- und Tilgungsfälligkeiten* von 0,77 Mia. \$ an die *sozialistischen Länder*.

Die Banken haben in Wien dieser Situation Rechnung zu tragen versucht und ihre Bereitschaft signalisiert, unter *ähnlichen Bedingungen wie 1981* — 7½jährige Dauer bei 4 Jahren Zahlungsaufschub; Verzinsung 1¼% über Libor; 1%

Umschuldungsgebühr; vollständige Begleichung der Zinsen — 95% der Fälligkeiten umzuschulden und darüber hinaus für 50% der Zinsen kurzfristige *Exportkredite* zu gewähren. Die normalerweise zur Importfinanzierung verwendeten Exporterlöse würden damit frei für Zinszahlungen, ohne dass es auf der Einfuhrseite deswegen zu Einschränkungen käme. Gleichzeitig liesse sich *formell* das Prinzip wahren, nur Tilgungen und keine Zinsen zu konsolidieren.

In der erwähnten *Vorgesprächsrunde* in Warschau haben die polnischen Vertreter offenbar einen recht *massiven Gegenorschlag* in den Raum gestellt. Statt bloss 95% möchten sie 100% des Kapitals umschulden, hinsichtlich der Fristen scheint ihnen eine *Laufzeit von zehn Jahren* mit fünfjähriger «Schnofrist» vorzuschweben, und die Zinsen möchten sie zu 80% ebenfalls in die Konsolidierung miteinbeziehen. Ausserdem halten sie *neue Kredite* in der Höhe von 300 Mio. \$ für nötig.

Zwischen diesen beiden Konzeptionen wird sich in Warschau ein Kompromiss einpendeln müssen. Die Polen haben auf ihrer Seite die Tatsache, dass ihre *Taschen mehr oder weniger leer* sind und übertriebene Bankforderungen schlicht und einfach nicht erfüllt werden können. Andererseits haben sie dem Vernehmen nach bisher noch keinerlei Zahlungen für die 1982er-Zinsen geleistet und lassen damit jene *Gesten des guten Willens* vermissen, die klimatisch für die Gespräche jeweils so ausserordentlich viel ausmachen. Das könnte ihre Position bei den Verhandlungen, an deren positiven Resultaten auch sie letztlich interessiert sein müssten, eher schwächen. Als *kritischer Termin* wird im Zusammenhang mit der Konsolidierung 1982 immer wieder der 10. September genannt. Dieser Stichtag ist im Frankfurter Abkommen über die Schulden 1981 genannt, und der entsprechende Passus wird offenbar so interpretiert, dass bis zu diesem Datum alle Zahlungsverpflichtungen zu erfüllen sind oder ein neues Abkommen zumindest in *Unrissen* vorliegen sollte, andernfalls den Banken das Recht zur *Default-Erklärung* zustünde.

nung in das *Aktienrecht* einfügen und als Sanktion die Abführung der Gewinne an die betroffene Gesellschaft vorsehen.

Diese *ausschliessliche* Ausrichtung auf das Schutzinteresse der Unternehmung, den Vertrauensmissbrauch gegenüber der Firma, scheint mir zu einseitig: Unmittelbar Leidtragender von Insider-Operationen ist eben doch in erster Linie der *übertroffene Publikumsanleger*. Auch sind Fälle denkbar, in denen die Begründung aus einer *Loyalitätspflicht* gegenüber der Unternehmung nicht weiterhilft, so etwa — wie erwähnt — bei Journalisten oder bei anderen Dritten, die sich Zugang zu vertraulichen Informationen verschafft haben.

Richtig ist es m. E. vielmehr, 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 andererseits (vom Anleger her gesehen) auch seinen Vertragspartner übertreibt. Schliesslich wird man auch einem dritten Element — der wirtschaftspolitischen Schädlichkeit — Rechnung tragen müssen. Daher sollte eine zivilrechtliche Regelung m. E. *nicht ausschliesslich im Aktienrecht angesiedelt* werden, ja es fragt sich, ob sich nicht gerade im Aktienrecht zusätzliche Bestimmungen erbrüngen: Gegenüber dem *unternehmensinternen* Insider können allenfalls die nötigen Massnahmen schon aus seiner allgemeinen Sorgfalts- und Treupflicht hergeleitet werden.

Fazit

An der Forderung nach einer *Strafnorm* zur Bekämpfung von Insider-Missbräuchen ist somit m. E. festzuhalten. Eine solche Norm erscheint machbar, und sie dürfte — wenn auch keineswegs eine lückenlose Durchsetzung erwartet werden kann — erhebliche Wirkungen zeitigen. Wenn daneben Insider-Missbräuche auch mit *zivil- und allenfalls börsenrechtlichen Massnahmen* bekämpft werden, ist dies durchaus zu begrüssen. Doch liegt meiner Meinung nach das Hauptgewicht auf der Strafnorm. Auch ist vor einer allzu perfekten und aufwendigen Ordnung zu warnen: Nicht die beste aller Welten ist anzustreben, sondern eine einfache Regelung, die es erlaubt, stossende Fälle abzuklären, die nötigen Sanktionen zu verhängen und dadurch klarzustellen, dass Insider-Transaktionen *mehr* sind als ein *Kavaliersdelikt*.

Schweizer Firmen

COS Computer Systems AG, Baden

wm. Die 1973 gegründete *COS Computer Systems AG*, Baden, die sich hauptsächlich mit Kauf, Verkauf und Vermietung von IBM-Computer-Anlagen befasst, hat im am 31. März endenden *Geschäftsjahr 1981/82* einen *Nettoumsatz* von 87,9 (i. V. 76,8) Mio. Fr. erzielt; dies entspricht einer Steigerung um 14,5%, während der Bruttogewinn von 14,0 Mio. Fr. auf 17,0

Mio. Fr. stieg, erfuhr der *Cash flow* eine Zunahme um 4,7% auf 7,8 Mio. Fr. Der *Reingewinn* wird mit 0,65 (i. V. 0,38) Mio. Fr. ausgewiesen. Auf dem im letzten Jahr von 2 Mio. Fr. auf 4 Mio. Fr. erhöhten Aktienkapital wird eine unveränderte Dividende von 10% ausgereicht. Der Auftragsgang im laufenden Jahr lässt eine *weitere positive Geschäftsentwicklung* erwarten.

Weluda AG, Arlesheim

Arlesheim, 9. Aug. (sda) Der anthroposophische Gedankengut verpflichtete Hersteller von *Autarabasis* produzierten Heilmitteln, die Weluda AG in Arlesheim BL, erreichte 1981 ein abgeschwächtes *Umsatzwachstum* von 4,3 (i. V. 9,5%) auf 45,8 Mio. Fr. Das *Betriebsergebnis* konnte laut Geschäftsbericht auf 0,79 (0,77) Mio. Fr. geringfügig verbessert und damit auf dem Aktienkapital auf 6,25 Mio. Fr. eine *unveränderte Dividende* von 8% ausgeschüttet werden. Markante Entwicklung innerhalb der 700 Mitarbeiter zählenden Unternehmung war die Verlagerung der Verkäufe vom Stammhaus in die grösste Auslandsgesellschaft, die deutsche Tochter in Schwäbisch-Gmünd mit 330 Mitarbeitern. Damit konnte der wechselseitig bedingte Exportrückgang von 4% grösstenteils wettgemacht werden. Das laufende Jahr wird in Arlesheim zurückhaltend beurteilt.

Anzeige REX223891B



Messe

Flugreisen

mit Swissair und Interflug

Leipziger Herbstmesse

5. — 11. September 1982

Flug-Pauschalarrangements mit Unterkunft in verschiedenen Hotels oder guten Privatzimmern, inkl. Messeausweis.

Kuoni-Sonderangebot:
2-Tages-Besuch, 9./10. Sept.
 mit Swissair und Erstklasshotel in Leipzig, einschliesslich Transfers und Messeausweis.
 Pauschalpreis ab Zürich oder Basel: Fr. 860.—

Buchungen in 60 Kuoni-Filialen und Kuoni-Messeabteilung, Tel. (01) 44 12 61

Zur Zeichnung aufstiegender Eurobonds

Mitteil von der SKA, Zürich

Anleihebetrag	Coupons	Schuldner/Solidarbürgen	Verfall	Ausgabepreis	Zeichnungsfrist
300 Mio. US-\$	14¼%	Deutsche Bank Finance N.V., Curaçao, Niederland Antilles/Deutsche Bank, Compagnie Fin. Luxembourg, Luxembourg	1989	100%	5.8.—13.8.
200 Mio. US-\$	14¼%	Du Pont Overseas Capital N.V./E. I. Du Pont de Nemours & Co., USA ¹	1989	100%	5.8.—12.8.
100 Mio. US-\$	FRN ²	First Chicago Overseas Fin. N.V./First Chicago Corp., USA	1994	100%	3.8.—10.8.
100 Mio. US-\$	13¼%	Manufacturers Hanover O/S Capital Corp./Manufacturers Hanover Corp., USA ¹	1986	100%	5.8.—17.8.
60 Mio. US-\$	14¼%	Pacific Gas and Electric Finance Co. N.V./Pacific Gas and Electric Co., USA	1990	*	3.8.—11.8.
50 Mio. US-\$	15%	Southern California Gas International Fin., N.V./Southern California Gas Co., USA	1989	*	6.8.—12.8.
100 Mio. US-\$	15%	Sperry Curaçao N.V./Sperry Corporation, USA	1989	100%	4.8.—12.8.
100 Mio. US-\$	14%	Xerox Finance N.V./Xerox Corp., USA ¹	1987	100%	3.8.—11.8.
100 Mio. DM	9%	Air Canada	1990	100%	4.8.—11.8.
100 Mio. DM	9¼%	The Mortgage Bank and Financial Administration Agency of the Kingdom of Denmark	1992	*	b. a. w.
100 Mio. hfl.	11% ³	Asian Development Bank	1992	100%	2.8.—10.8.
75 Mio. hfl.	10% ³	European Investment Bank ⁴	1987	100%	2.8.—10.8.

¹ Mit je 1 Warrant zu 10 \$ pro 1000 \$-Note, welche bis zum 25. 8. 1986 dem Inhaber zum Bezug einer 13¼% nominal 1000-\$-Note 1982/89 zum Preis von 100% berechnen; ² ¼% über LIBOR für monatliche Eurodollarschulden, min. 5¼%; ³ mit je 2 Warrants pro 1000-\$-Note, welche je bis zum 1. 9. 1985 dem Inhaber zum Preis von 13¼% nominal 1000-\$-Note 1982/87 zum Preis von 100% berechnen; ⁴ wird später folgender: ¹ mit je 1 Warrant zu 10 \$ pro 1000-\$-Note, welche bis 15. 8. 1985 dem Inhaber zum Bezug einer 13¼% nominal 1000-\$-Note 1982/87 zum Preis von 100% berechnen; * voraussichtlich; ⁵ Privatkapitalierung