

# Endlich gesetzliche Regelung der Insider-Problematik?

Prof. Dr. Peter Forstmoser, Ordentlicher Professor für Zivil- und Handelsrecht an der Universität Zürich



Börseninsider sind Leute, die ihre Informationen nicht aus öffentlich zugänglichen Informationsquellen wie zum Beispiel Zeitungen beziehen, sondern aus vertraulichen, dem allgemeinen Börsenpublikum nicht zugänglichen. Dazu gehören die Verwaltungsräte und Geschäftsleitungsmitglieder von an den Börsen gehandelten Firmen, aber auch Banken, Treuhandfirmen und Journalisten. Eine gesetzliche Regelung für Insidertransaktionen gibt es in der Schweiz noch nicht. Professor Forstmoser, der sich schon 1972 für ein solches Gesetz einsetzte, beschreibt in seinem Beitrag die Problematik der Insidergeschäfte und den Vorentwurf für eine schweizerische Insider-Gesetzgebung des Eidgenössischen Justiz- und Polizeidepartements.

Mit einiger Regelmässigkeit taucht in der schweizerischen Wirtschaftspresse die Klage auf, Insider hätten sich wieder einmal schadlos auf Kosten der Publikumsanleger bereichert. Besonders häufig werden Insider-Transaktionen im Zusammenhang mit Fusionen und vor der Ankündigung schlechter Geschäftsergebnisse registriert.

Als besonders krasser, klassischer Fall von Insider-Missbrauch wird immer wieder der Handel mit Aktien des Basler Farbstoffunternehmens *Durand & Huguenin AG* vor der Bekanntgabe einer Übernahmeofferte durch die *Sandoz* im Frühjahr 1969 genannt. Aufgrund von Insider-Operationen stieg der Kurs der Durand/Huguenin-Aktien innert weniger Wochen von Fr. 2900.- auf Fr. 9200.-!

Aus neuerer Zeit ist etwa der markante Kursanstieg der Inhaberaktien von *Hermes Precisa* vor der Übernahme durch die *Olivetti* zu erwähnen, ebenso der massive Kursrückschlag der *Alusuisse*-Titel im Herbst 1981 vor der Ankündigung des schlechten Geschäftsganges der *Alusuisse*. Hohe Wellen in Presse-, Bank- und Börsenkreisen hat sodann im Frühjahr 1982 die auch vom «Kassensturz» aufgenommene Behauptung geworfen, *Finanzjournalisten* hätten im Falle der Trans K-B und weiterer Gesellschaften mit einem engen Aktienmarkt nicht nur privilegierte Kenntnisse missbraucht, sondern überdies die Kurse durch eine tendenziöse Berichterstattung manipuliert, um so in eigenen Engagements möglichst hohe Gewinne realisieren zu können.

Dass Insider-Geschäfte auch ein *internationales Phänomen* darstellen, dem mit einzelstaatlichen Massnahmen allein nicht beizukommen ist, zeigte sich in letzter Zeit in verschiedenen Auskunftsbegehren, welche die amerikanische Börsenüberwachungskommission, SEC, in der Schweiz stellte und die international tätige Schweizer Banken, die für Insider-Geschäfte missbraucht wurden, in heikle Situationen gebracht haben. Auf diesen Aspekt ist noch zurückzukommen.

## «No better than theft»?

Die Ausnützung von Inside-Information, von Kenntnissen über vertrauliche kurswirksame Vorgänge und Tatsachen, wird heute allgemein als *unsauber* empfunden und *verurteilt*.

Sporadisch zwar wird noch immer die Meinung vertreten, die Verwertung vertraulicher Informationen sei eine Chance, die dem tüchtigen Unternehmer als Entschädigung für seine wertvolle Arbeit zu Recht zukomme. Ferner wird argumentiert, die Tätigkeit von Insidern sei insofern sinnvoll, als sie zu einer massvollen, gleitenden Kursanpassung führe und allzu abrupte Kurssprünge verhindere.

Weit überwiegend aber ist bei allen Beteiligten – Politikern, Bankiers, Unternehmern, Wissenschaftern und Journalisten – anerkannt, dass die Tätigkeit von Insidern *verwerflich* ist. Gesprochen wird von «völlig risikolosen privaten Beutezügen auf Kosten eines ahnungslosen Börsenpublikums». Der frühere Präsident der Londoner Börse artikuliert das Empfinden des Publikums plastisch, als er erklärte, Insider-Geschäfte seien «no better than theft». Betont wird auch, dass der Grundsatz «Trau' schau wem» hier nicht spielen kann, weil auch der vorsichtigste Käufer nicht davor gefeit ist, von einem Insider übers Ohr gehauen zu werden.

Besteht heute weitestgehend Einigkeit darüber, dass Insider-Geschäfte sowohl ethisch verwerflich wie auch wirtschaftspolitisch schädlich sind, so variieren doch die *Begründungen*:

- Überwiegend wird erklärt, aus Insider-Transaktionen resultiere eine *Übervorteilung des Publikumsanlegers*, und es werde die *Chancengleichheit* im Wertpapierhandel verletzt.
- Weiter wird betont, dass Insider durch ihre Handlungen die *Funktionsfähigkeit des marktwirtschaftlichen Systems* und namentlich der *Börse stören*.
- Ein dritter Ansatz endlich liegt darin, den *Vertrauensmissbrauch*, den der Insider seinem Unternehmen gegenüber



begeht, die Verletzung seiner Treuepflicht als entscheidende Komponente zu bezeichnen. Damit können freilich nicht alle, sondern nur die «unternehmensinternen» Insider erfasst werden.

## Lücken im geltenden Recht

Ein spezifisches Insider-Recht *fehlt* bis heute in der Schweiz sowohl im Bund wie in den Kantonen. Auch auf freiwilliger Basis ist – von einigen löblichen Ausnahmen firmeninterner Regelung namentlich bei Banken abgesehen – eine Ordnung nicht in Angriff genommen worden. Vorstösse für eine Freiwilligkeitsregelung gab es in den letzten Jahren zwar verschiedene, doch sind die zahlreichen Ansätze von Gremien und Einzelpersonen allesamt versandet. Dies ist um so mehr zu bedauern, als die allgemeinen Bestimmungen des schweizerischen Zivil- und Strafrechts wie auch die börsenspezifischen Normen gegen typische Insider-Geschäfte keinen Schutz gewähren:

Zwar kennt das *schweizerische Privatrecht* Bestimmungen gegen die Übervorteilung und gegen Vertrauensmissbrauch. Zu erwähnen sind etwa die Möglichkeiten, Verträge wegen absichtlicher Täuschung anzufechten und Mitarbeiter, Organe wie auch aussenstehende Beauftragte wegen Verletzung ihrer Treuepflicht zur Rechenschaft zu ziehen. Beim *anonymen Handel* – und Insider-Geschäfte werden eben durchweg anonym über Bank und Börse durchgeführt – bleiben diese Behelfe jedoch durchwegs *wirkungslos*, schon deshalb, weil der Tatbestand infolge des Bankgeheimnisses nicht geklärt werden kann. Nur bei

«face-to-face»-Geschäften, bei denen sich die Partner kennen, vermögen die privatrechtlichen Normen Schutz zu bieten.

Die allenfalls einschlägigen *strafrechtlichen* Bestimmungen – boshafte Vermögensschädigung nach Art. 148 des Strafgesetzbuches und Betrug nach Art. 148 – setzen *Arglist* voraus und könnten höchstens in Extremfällen angerufen werden, nicht dagegen bei der Ausnutzung von Kursausschlägen wegen Fusionen, einer Änderung der Dividendenpolitik und in ähnlichen Fällen. Ob Art. 162 des Strafgesetzbuches – Verletzung des Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnisses –, auf den das Bundesgericht kürzlich in einem Insider-Fall hingewiesen hat, wirklich zum Tragen kommen könnte, ist unter den Spezialisten umstritten. Sicher ist jedenfalls, dass diese Bestimmung eine gänzlich andere Stossrichtung hat und dass mit ihr bestenfalls einzelne – und zwar nicht die schlimmsten – Insider erfasst werden könnten.

Die *börsenspezifischen* Möglichkeiten schliesslich sind für die allgemeine Bekämpfung des Insider-Handels deshalb unzureichend, weil sie nur erlauben, gegen Konzessionsträger vorzugehen. Der den Auftrag erteilende Insider kann dagegen nicht erfasst werden.

## Der internationale Aspekt

Das Fehlen einer Ordnung in der Schweiz hat in letzter Zeit auch zu Problemen auf internationaler Ebene geführt: Bekanntlich kennen die *USA* ein *ausgebautes Insider-Recht* mit zivil-, verwaltungs- und strafrechtlichen Sanktio-

nen. Im Zuge der Untersuchung verschiedener möglicher Insider-Geschäfte verlangte nun die SEC 1981 und in den folgenden Jahren von verschiedenen Schweizer Banken Auskünfte über Transaktionen an amerikanischen Börsen. Die angefragten Schweizer Banken verweigerten die Auskunft, unter Berufung auf das schweizerische Bankgeheimnis, nach welchem sie sich bei Auskunftserteilung strafbar machen würden. Dafür hatten nun die amerikanischen Behörden wenig Verständnis, und sie drohten mit drakonischen Sanktionen gegen die betroffenen Schweizer Institute in den USA.

Internationale und schweizerisch-amerikanische *Rechtshilfeabkommen* halfen aus dieser Zwickmühle *nicht* heraus: Voraussetzung der Rechtshilfe unter Aufhebung des Bankgeheimnisses ist nämlich regelmässig die Strafbarkeit einer Handlung sowohl im Ausland wie auch in der Schweiz, und an letzterem fehlt es bekanntlich beim Insider-Handel bis heute.

Eine Überbrückung dieses nicht lösbaren Konflikts zwischen schweizerischem und amerikanischem Recht wurde nach intensiven Verhandlungen durch den Abschluss der privatrechtlichen *Konvention XVI* zwischen der schweizerischen Bankiervereinigung und fast allen Schweizer Banken und durch ein «*Memorandum of Understanding*» der Schweizer und der amerikanischen Regierung vom 31.8.1982 versucht. Aufgrund der Konvention XVI holten die Schweizer Banken bei ihrer Kundschaft im voraus die Ermächtigung ein, bei allfälligen Anfragen der SEC die Identität der Auftraggeber für Transak-

tionen an amerikanischen Börsen unter bestimmten Voraussetzungen preiszugeben. Um das Bankgeheimnis wirklich nur in begründeten Fällen aufheben zu müssen, soll in das Auskunftsverfahren eine von der Bankvereinigung eingesetzte *Prüfungskommission* aus unabhängigen schweizerischen Fachleuten eingeschaltet werden. Diese Prüfungskommission soll als eine Art Treuhänder amtieren und die ihr von der angefragten Bank übermittelten Informationen nur dann weiterleiten, wenn sie sich davon überzeugt hat, dass die Anfrage der amerikanischen Behörden zu Recht erfolgt war.

Die Konvention XVI und die Prüfungskommission haben die Feuertaufe bis anhin noch nicht bestehen müssen. Schon heute aber ist allen Beteiligten klar, dass es sich hier um eine rechtsstaatlich nicht unbedenkliche Notlösung handelt, die so rasch wie möglich durch eine gesetzliche Ordnung ersetzt werden sollte.

### **Der Vorschlag für eine gesetzliche Regelung in der Schweiz**

Im Oktober 1983 legte das Eidgenössische Justiz- und Polizeidepartement einen – nicht zuletzt wegen des amerikanischen Drucks in Rekordzeit fertigege-

stellten – *Vorentwurf für eine schweizerische Insider-Gesetzgebung* vor. Der Entwurf kombiniert einen *straf-* und einen *zivilrechtlichen* Teil. Diese sind auf weite Strecken vergleichbar. Erfasst werden sollen «Wertschriften» von Aktiengesellschaften und Genossenschaften, soweit sie börslich oder vorbörslich gehandelt werden, dagegen nicht ausserbörslich gehandelte Papiere. Verwerflich soll die Erlangung von Vermögensvorteilen unter Ausnützung von Informationen sein, die vertraulich und geeignet ist, den Kurs solcher Wertschriften erheblich zu beeinflussen.

In anderen Punkten ist zwischen dem zivil- und dem strafrechtlichen Teil zu differenzieren: Strafrechtlich sollen die Organe von Gesellschaften, ferner Beauftragte, Hilfspersonen und Mitglieder von Behörden sowie Beamte erfasst werden. Der zivilrechtliche Teil beschränkt sich dagegen auf Organe und Personen, die zu einer Gesellschaft in einem besonderen Vertrauensverhältnis stehen. Unterschiedlich sind natürlich auch die Sanktionen: Strafrechtlich sind Gefängnisstrafen und Bussen vorgesehen, zivilrechtlich eine Ablieferungspflicht.

Noch vor wenigen Jahren wäre dieser Entwurf wohl auf starken Widerstand gestossen. Ganz anders heute: Über die Notwendigkeit einer gesetzlichen Ordnung ist man sich nun weitgehend einig,

und die Diskussion betrifft eigentlich nur Fragen der Ausgestaltung im einzelnen. So wird die Notwendigkeit zivilrechtlicher Normen sehr in Frage gestellt: Es herrscht die Auffassung vor, eine einfache und griffige Strafnorm müsse genügen. Für diese Strafnorm wird u.a. gefordert, dass sie – im Gegensatz zum Entwurf des Justiz- und Polizeidepartementes – auch den «Tippee» erfasse, denjenigen also, der aus zweiter Hand stammende Insider-Kenntnisse ausnutzt.

Im Interesse der Sache ist zu hoffen, dass der Schwung, der durch die amerikanischen Vorstösse und den schweizerischen Entwurf in die Diskussion um die Insider-Problematik gebracht wurde, nun auch anhält und dass er baldestmöglich zu einem einfachen, aber schlagkräftigen schweizerischen Insider-Recht führen wird. Dies ist ein Postulat gerade auch aus liberaler Sicht: Denn wer unsere grundsätzlich immer noch freiheitliche Wirtschaftsordnung erhalten will, der muss auch Sorge dazu tragen, dass die missbräuchliche Ausnutzung dieser Freiheit unterbunden wird. Und wer einer breiten Vermögensstreuung das Wort redet, muss das seinige dazu tun, dass auch die Chancen einigermaßen gleich verteilt sind. Im Dienste dieser Zielsetzungen ist ein schweizerisches Insider-Recht zu sehen. ■



02.2.226 D

## **Das Teamwork- Telefon**

Auch aufs Telefon kommt es an, wenn das Teamwork optimal funktionieren soll. Was vielbeschäftigte Chefs und Sekretärinnen heute vom Telefon verlangen, bietet die Chef-Sekretär-Telefonanlage CST 70. Einige Tasten angetippt – und schon

sind Sie verbunden. Mithören, mitsprechen, rückfragen, Verbindungen halten. All das ist problemlos mit dem CST 70. Lassen Sie sich durch Ihren Installateur oder Tel. 113 beraten.

**Zellweger  
USTER**

Zellweger Uster AG    Telecommunications    CH-8634 Hombrechtikon