

# DAS NEUE SCHWEIZERISCHE INSIDER-RECHT

BANK VONTOBEL

---

Zürich

# DAS NEUE SCHWEIZERISCHE INSIDER-RECHT

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

BANK VONTOBEL  
Zürich



# Vorwort

Liebe Leser

In aller Stille und ohne grosses Aufsehen ging in den letzten Jahren der Entwurf des Bundesrates zur Schaffung einer Strafnorm für Insider-Geschäfte über die politische Bühne. Die entsprechende Ergänzung des Strafgesetzbuches trat am 1. Juli 1988 in Kraft.

Durch die neue Insider-Strafnorm wird eine Gesetzeslücke geschlossen, die in der Schweiz bereits anfangs der siebziger Jahre klar erkannt wurde. Der manchmal gehörte Vorwurf, es handle sich dabei um eine «Lex Americana», die ausschliesslich auf Druck der USA zustande gekommen sei, ist daher nicht ganz zutreffend. Wenn auch die amerikanischen Interventionen der letzten Jahre den Gesetzgebungsprozess beschleunigt haben mögen, so ist doch der neue Artikel des Schweizerischen Strafgesetzbuches vielmehr eine logische Weiterentwicklung der bereits bestehenden Rechtsnormen über Geschäftsgeheimnisse.

Unsere Bank möchte Sie mit dieser Publikation mit den wichtigsten Aspekten des neuen schweizerischen Insider-Rechts vertraut machen. Wir danken Herrn Dr. Peter Forstmoser, Professor für Zivil- und Handelsrecht an der Universität Zürich, der an der Ausarbeitung der neuen Rechtsnorm einen massgebenden Anteil hatte, für seine kompetente juristische und praxisbezogene Abhandlung über die neue schweizerische Insider-Gesetzgebung.

BANK J. VONTOBEL & CO. AG

Zürich, anfangs Juli 1988

Inhaltsverzeichnis	Seite
Vorwort	3
Vorbemerkungen und Gesetzestext	7
I. Insider-Transaktionen als praktisches Problem auch in der Schweiz	8
II. Die Besonderheit von Insider-Geschäften	10
III. "No better than theft?"	12
IV. Eine Lücke in der bisherigen Rechtsordnung	13
1. Ungenügendes Privatrecht	13
2. Unpassendes Börsenrecht	14
3. Paradoxe strafrechtliche Ordnung	14
V. Der Ruf nach einer Insider-Regelung	15
1. Vorstösse in der Presse sowie aus Bank- und Börsenkreisen	15
2. Die wissenschaftliche Diskussion	16
VI. Der internationale Aspekt	17
VII. Die Gesetzgebungsarbeiten	20
VIII. Die Gesetzesnorm	22
1. Tathandlung und Tatobjekt	22
2. Der Täterkreis	23
3. Die Ausgestaltung im weiteren	26
4. Lösung des Justizkonflikts mit den USA?	27
IX. Würdigung	27

## Vorbemerkungen und Gesetzestext

Auf den 1. Juli 1988 ist das Schweizerische Strafgesetzbuch (StGB) durch einen neuen Art. 161 ergänzt worden, der wie folgt lautet:

### Ausnützen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen

1. Wer als Mitglied des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung, der Revisionsstelle oder als Beauftragter einer Aktiengesellschaft oder einer sie beherrschenden oder von ihr abhängigen Gesellschaft,

als Mitglied einer Behörde oder als Beamter,

oder als Hilfsperson einer der vorgenannten Personen,

sich oder einem andern einen Vermögensvorteil verschafft, indem er die Kenntnis einer vertraulichen Tatsache, deren Bekanntwerden den Kurs von in der Schweiz börslich oder vorbörslich gehandelten Aktien, andern Wertschriften oder entsprechenden Bucheffekten der Gesellschaft oder von Optionen auf solche in voraussehbarer Weise erheblich beeinflussen wird, ausnützt oder diese Tatsache einem Dritten zur Kenntnis bringt,

wird mit Gefängnis oder Busse bestraft.

2. Wer eine solche Tatsache von einer der in Ziffer 1 genannten Personen unmittelbar oder mittelbar mitgeteilt erhält und sich oder einem andern durch Ausnützen dieser Mitteilung einen Vermögensvorteil verschafft,

wird mit Gefängnis bis zu einem Jahr oder mit Busse bestraft.

3. Als Tatsache im Sinne der Ziffern 1 und 2 gilt eine bevorstehende Emission neuer Beteiligungsrechte, eine Unternehmensverbindung oder ein ähnlicher Sachverhalt von vergleichbarer Tragweite.

4. Ist die Verbindung zweier Aktiengesellschaften geplant, so gelten die Ziffern 1–3 für beide Gesellschaften.

5. Die Ziffern 1–4 sind sinngemäss anwendbar, wenn die Ausnützung der Kenntnis einer vertraulichen Tatsache Anteilscheine, andere Wertschriften, Bucheffekten oder entsprechende Optionen einer Genossenschaft oder einer ausländischen Gesellschaft betrifft.

Damit sind künftig in der Schweiz *Insider-Transaktionen* *pönalisiert*.

Diese kleine Schrift will die neue Regelung, ihren Werdegang und ihre Begründung vorstellen und eine Übersicht über die Diskussion der Insider-Problematik während der letzten Jahre vermitteln.

In Erinnerung gerufen werden zunächst einige schweizerische Insider-Fälle (Ziff. I.). Anschliessend soll dargelegt werden, was das Besondere von Insider-Geschäften ausmacht (Ziff. II.) und weshalb diese heute weit überwiegend als verwerflich und schädlich betrachtet werden (Ziff. III.). Aufgezeigt wird sodann die Zufälligkeit und Lückenhaftigkeit der bisherigen schweizerischen Ordnung (Ziff. IV.). Diese haben den Ruf nach einer Neuordnung laut werden lassen und eine intensive wissenschaftliche Diskussion über deren Möglichkeiten ausgelöst (vgl. Ziff. V.). Eine wichtige Rolle im weiteren Verlauf spielte der Justizkonflikt zwischen der Schweiz und den USA im Bereich des Insider-Rechts, der zu einer Übergangsregelung führte und die Gesetzgebungsarbeiten erheblich beschleunigte (dazu Ziff. VI.). Nach einer Übersicht über die gesetzgeberischen Arbeiten (Ziff. VII.) soll schliesslich der Inhalt der neuen Strafnorm näher ausgeleuchtet (Ziff. VIII.) und abschliessend kritisch gewürdigt werden (Ziff. IX.).

## I. Insider-Transaktionen als praktisches Problem auch in der Schweiz

- a) Die grossen *amerikanischen* Insider-Fälle der letzten Jahre haben auch in unserem Land für Schlagzeilen gesorgt. Erinnerung sei etwa an den Fall Levine, in welchen auch Schweizer Institute verwickelt waren, sodann an den Spekulanten Boesky, dem von der Securities and Exchange Commission (SEC) wegen ungesetzlichen Insider-Geschäften eine Busse von 100 Mio. Dollar auferlegt wurde.
- b) Aber auch im rein *schweizerischen* Rahmen taucht in der Wirtschafts- und Finanzpresse mit grosser Regelmässigkeit die Klage auf, Insider hätten sich auf Kosten der Publikumsanleger bereichert. Besonders häufig werden Insider-Transaktionen im Zusammenhang mit Fusionen und vor Übernahme- und Umtauschangeboten registriert, dann aber auch im Vorfeld schlechter Nachrichten.

Die folgenden *Beispiele* stammen aus fast zwei Jahrzehnten. Damit soll gezeigt werden, dass es sich bei der Insider-Problematik nicht einfach um ein Modethema handelt:

- Als besonders krasser, klassischer Fall des Missbrauchs von Insider-Information wird noch heute der Handel mit Aktien des Basler Farbstoffunternehmens Durand & Huguenin AG vor der Bekanntgabe einer Übernahmeofferte durch die Sandoz im Jahre 1969 genannt. Als Folge von Insider-Geschäften stieg der Kurs dieser Papiere innert weniger Wochen von 2900 auf 9200 Franken.
  - In den siebziger Jahren wurde etwa gerüht, es hätten Insider-Transaktionen stattgefunden, bevor Juvena die Notwendigkeit einer Umstrukturierung bekanntgab, ebenso vor der Sistierung des Handels in den Aktien einer Regionalbank, ferner auch verschiedentlich vor der Ankündigung von Dividendenerhöhungen oder Boni.
  - Aus neuerer Zeit ist der markante Kursanstieg der Inhaberaktien der Hermes-Precisa vor der Übernahme durch Olivetti zu erwähnen, ebenso der massive Kursrückschlag der Alusuisse-Titel im Herbst 1981 vor der Ankündigung schlechten Geschäftsgangs.
  - Hohe Wellen hat sodann im Frühjahr 1982 die Behauptung geschlagen, ein Finanzjournalist habe im Falle der Trans-KB (einer Venture-Gesellschaft) und weiterer Gesellschaften mit engem Aktienmarkt nicht nur privilegierte Kenntnisse missbraucht, sondern überdies die Kurse durch eine tendenziöse Berichterstattung manipuliert.
  - In der zweiten Hälfte des Jahres 1985 stieg der Kurs der Namenaktien von Sprecher + Schuh innert Monatsfrist um 40% an, wofür es wiederum keine andere Erklärung als die von Insider-Transaktionen gab.
- c) Dass Insider-Geschäfte auch ein *internationales Phänomen* sind, dem mit einzelstaatlichen Massnahmen allein nicht beizukommen ist, zeigte sich seit den frühen achtziger Jahren in verschiedenen Auskunftsbegehren, welche die USA mit massivem Druck gegenüber international tätigen Schweizer Banken durchzusetzen trachteten. «In die Schweiz deutende Insider-Spuren» haben die amerikanischen Behörden sodann neuestens im Zusammenhang mit der geplanten (und gescheiterten) Übernahme von Sterling Drug durch Hoffmann-La Roche festgestellt und zum Gegenstand eines Informationsbegehrens gemacht.
- d) Es verwundert daher nicht, dass in der Schweiz seit Beginn der siebziger Jahre – zunächst von Wissenschaft und Presse, später auch im politischen Umfeld – der Ruf nach einem Insider-Recht lauter und lauter wurde. Grund hierfür war die Besonderheit des Vorgehens von Insidern, dem mit den Befehlen des bisher geltenden schweizerischen Rechts nicht oder nur ausnahmsweise beizukommen war:

## II. Die Besonderheit von Insider-Geschäften

Charakteristisch für das Verhalten des Insiders ist es, dass er Gewinne erzielt oder Verluste abwendet nicht aufgrund besonderer Tüchtigkeit und auch nicht deshalb, weil ihm das Glück hold war, sondern unter Ausnützung von *vertraulicher Information*.

Darin liegt eine Einschränkung, die in der Diskussion nicht selten übersehen wird: Wer *allgemein zugängliche* Auskünfte zusammenträgt und analysiert und dadurch zu besonderen Einsichten gelangt, ist nicht Insider. Unrichtig sind daher etwa Schlagzeilen wie «Wissen wird strafbar» oder «Sorgfältige Abklärung kann zum Straftatbestand werden».

Ebensowenig ist Insider, wer die Tendenzen an der Börse richtig zu deuten weiss oder bei seinen Transaktionen einfach Glück hat. Erst wenn aufgrund von Kenntnissen gehandelt wird, die andere nicht nur nicht haben, sondern auch *nicht haben können*, liegen Insider-Geschäfte vor.

Der Insider erlangt damit seine Vorteile nicht aufgrund seiner Anstrengungen oder von besonderer Weitsicht, sondern einzig wegen *Informationsprivilegien*.

Beispiel

Sachverhalt:

X, Y und Z sind Verwaltungsräte der A AG. Während einer Sitzung dieses Gremiums wird beschlossen, an der kommenden Generalversammlung eine Kapitalerhöhung, unter Wahrung der Bezugsrechte der bisherigen Aktionäre, zu beantragen.

Der Bezugspreis der neuen Aktien, die denselben Nominalwert wie die alten haben sollen, wird mit Fr. 300.– festgelegt. Die ausstehenden Aktien werden zu rund Fr. 500.– an einer schweizerischen Börse gehandelt. Kurz vor der Pressekonferenz, an der dieses Vorhaben bekanntgegeben werden soll, handeln die drei Verwaltungsräte wie folgt:

- a) X kauft eine grosse Anzahl A-Aktien für sich und für seine Enkel, über deren Konten er verfügen kann.
- b) Y gibt die Information dem Bankier B weiter. B kauft in der Folge für seine Kundendepots Wandelanleihen der A AG.
- c) Z wettet mit einem Nachbarn um Fr. 1000.–, dass die A-Aktien demnächst über Fr. 540.– gehandelt werden.

Nach der Ankündigung der geplanten Kapitalerhöhung steigt der Kurs der A-Aktien auf Fr. 560.–.

### Rechtliche Beurteilung:

Jeder der drei Herren nützt eine kursrelevante, vertrauliche Tatsache aus, die er nur wegen seiner besonderen Stellung im Unternehmen kennt, um sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil zu verschaffen.

Zu a): Hätte X auch nur für seine Enkel gekauft, änderte dies nichts an der Strafbarkeit seines Verhaltens.

Zu b): In unserem Beispiel ist anzunehmen, dass Y gewusst hat, dass B gemäss der Information disponieren wird. Auch die *unentgeltliche* Weitergabe von Insider-Information ist strafbar, wenn damit einem anderen ein Vermögensvorteil verschafft werden soll. Auch das Verhalten des B ist strafbar, da er als Tipempfänger seinen Informationsvorsprung zugunsten seiner Kunden ausnützt.

Zu c): Einmal abgesehen davon, dass Wettschulden nicht erzwingbar sind, verschafft sich auch Z einen Vermögensvorteil, indem er eine kursrelevante, vertrauliche Tatsache ausnützt. Doch schädigt er weder mittelbar noch unmittelbar irgendeinen Anleger. Mit dem neuen Artikel sollen aber in erster Linie die Funktionsfähigkeit der Börse und ein Minimum an Chancengleichheit der Anleger sichergestellt werden. Z bleibt daher straflos.

Beispiel

### Sachverhalt:

Gleicher Sachverhalt wie in Beispiel 1. Diesmal kaufen folgende Personen vor der Bekanntgabe der Tatsache Titel der A AG:

- a) Ein Anwalt, der vor Bekanntgabe der Kapitalerhöhung wegen steuerlicher Fragen konsultiert wurde.
- b) Die Sekretärin des X, die die entsprechenden Beschlüsse des Verwaltungsrates getippt hat.
- c) G, der zufälligerweise neben X und Y in einem Restaurant sass und ein offenes Ohr hatte für das (zu laut geführte) Gespräch der beiden Verwaltungsräte.

### Rechtliche Beurteilung:

Sowohl der Anwalt (Beauftragter) als auch die Sekretärin (Hilfsperson) stehen in einem Vertrauensverhältnis zur A AG. Sie sind Insider gemäss der Strafnorm und dürfen ihre Kenntnisse nicht verwerten.

Zu c): G, der seinen Informationsvorsprung rein zufällig erhalten hat, ist nicht strafbar.

### III. “No better than theft?”

- a) Die Ausnützung solcher Privilegien wird heute auch in der Schweiz allgemein als *unsauber* empfunden und *verurteilt*.

Sporadisch wird zwar noch immer die Meinung vertreten, die Verwertung vertraulicher Informationen sei eine Chance, die dem tüchtigen Unternehmer und Verwaltungsratsmitglied als Entschädigung für ihre wertvolle Arbeit zu Recht zustehe. 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 – heute anerkannt, dass die Tätigkeit von Insidern *verwerflich* ist. Gesprochen wird von «völlig risikolosen privaten Beutezügen auf Kosten eines ahnungslosen Börsenpublikums», und es wird betont, dass auch der Grundsatz «Trau schau wem» nicht spielt, weil selbst der vorsichtigste Käufer nicht davor gefeit ist, von einem Insider überverteilt zu werden. Dem Argument, Insider-Vorteile stellten eine Art «fringe benefit» für tüchtige Geschäftsleute dar, wird sodann zu Recht entgegengehalten, dass diese Begründung jedenfalls dann nicht zutrifft, wenn sich ein Unternehmer, Verwaltungsratsmitglied oder Berater unmittelbar vor einer Katastrophenmeldung von seinen Papieren trennt.

- b) Auch wenn nun aber weitestgehend Einigkeit darüber besteht, dass Insider-Geschäfte sowohl ethisch verwerflich wie auch wirtschaftspolitisch schädlich sind, besteht mit Bezug auf die *Begründung der Strafwürdigkeit* keineswegs eine Unité de doctrine. In der Tat fällt es – worauf Strafrechtswissenschaftler immer etwa wieder hingewiesen haben – schwer, genau auszuführen, was der Unrechtsgehalt des Insider-Handelns ist. Manne, ein prominenter amerikanischer Gegner aller Massnahmen gegen Insider, berichtet von einem Seminar, in welchem eine Teilnehmerin die hartnäckige Frage, was denn am Verhalten von Insidern zu beanstanden sei, schliesslich damit parierte, dass sie mit dem Fuss aufstampfte und erklärte: “I don’t care it’s just not right.”

Bei dieser allzu simplen Begründung braucht es freilich meiner Ansicht nach nicht sein Bewenden zu haben. Vielmehr gibt es eine Reihe von Argumenten, die durchaus nebeneinander und gleichzeitig angerufen werden können:

- Zunächst resultiert aus Insider-Transaktionen eine *Übervorteilung des Publikumsanlegers*. Damit wird die *Chancengleichheit* im Wertpapierhandel verletzt. Auch wenn man argumentieren mag, der einzelne Anleger sei

letztlich nicht geschädigt (er *wollte* ja kaufen oder verkaufen), so wird doch die Gruppe der nicht eingeweihten Investoren als Ganzes durch die Transaktion von Insidern benachteiligt.

- Weiter wird zu Recht betont, dass Insider durch ihre Handlungen die Funktionsfähigkeit des *marktwirtschaftlichen Systems* und namentlich der *Börse* stören.
- Ein dritter Ansatz 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 – Mitarbeiter, Organpersonen und Berater – erfasst werden.
- Und "last but not least" (im Hinblick auf die amerikanischen Pressionen, auf die noch zurückgekommen wird) ist daran zu erinnern, dass Insider-Geschäfte unter Benutzung schweizerischer Banken und Börsen auch negative Auswirkungen für den *Finanzplatz Schweiz* haben können.

#### IV. Eine Lücke in der bisherigen Rechtsordnung

Obwohl Insider-Geschäfte in der Schweiz einhellig verurteilt werden, hat bis heute ein spezifisches Insider-Recht gefehlt. Auch auf freiwilliger Basis ist – von löblichen Ausnahmen firmeninterner Regelungen namentlich bei Banken abgesehen – eine Ordnung nicht in Angriff genommen worden. Vorstösse für eine Freiwilligkeitslösung gab es zwar einige, doch sind diese Ansätze allesamt versandet. Die Bestimmungen des geltenden schweizerischen *Zivil- und Strafrechts* wie auch die *Börsengesetze* aber bieten gegen typische Insider-Geschäfte *keinen Schutz*, wie eine kurze Übersicht zeigt:

##### 1. Ungenügendes Privatrecht

Das schweizerische *Privatrecht* kennt zwar durchaus angemessene Bestimmungen gegen Übervorteilung und Vertrauensmissbrauch. Verträge können wegen eines Missverhältnisses von Leistung und Gegenleistung oder infolge absichtlicher Täuschung einseitig angefochten, Mitarbeiter, Organe sowie aussenstehende Beauftragte wegen Verletzung ihrer Treuepflicht zur Rechenschaft gezogen werden.

Beim *anonymen Handel* bleiben diese Behelfe jedoch durchwegs *wirkungslos*, und zwar schon deshalb, weil der Tatbestand infolge des Bankgeheimnisses nicht geklärt werden kann. Insider-Geschäfte, wie sie hier verstanden werden, erfolgen aber durchwegs anonym, über Bank und Börse. Nur bei Face-to-face-Geschäften, bei denen sich die Partner kennen, vermögen daher die privatrechtlichen Normen Schutz zu bieten.

## 2. Unpassendes Börsenrecht

Unzweckmässig für die allgemeine Bekämpfung des Insider-Handels sind auch die *börsenspezifischen Möglichkeiten*, und zwar schon deshalb, weil sie nur erlauben, gegen Konzessionsträger vorzugehen. Der den Auftrag erteilende, nicht an der Börse tätige Insider kann dagegen nicht erfasst werden.

## 3. Paradoxe strafrechtliche Ordnung

Besonders unbefriedigend war die bisherige Regelung im *Strafrecht*:

Nach der Praxis des schweizerischen Bundesgerichts<sup>1)</sup> weisen Insider-Geschäfte grundsätzlich weder die objektiven Merkmale der ungetreuen Geschäftsführung noch jene des Betruges auf. Ungetreue Geschäftsführung liege nicht vor, weil in der Regel die Gesellschaft finanziell nicht geschädigt werde. Für das Vorliegen eines Betruges sodann genüge nicht die Benutzung eines schon bestehenden Irrtums, sondern sei ein aktives Verhalten erforderlich. Beim anonymen Börsenverkehr aber sei eine solche aktive Einwirkung auf die Willensbildung des Vertragspartners kaum denkbar. Zudem kenne das schweizerische Recht keine gesetzliche Aufklärungspflicht des Insiders, und es fehle überdies am Erfordernis der Arglist, ferner auch an einer Vermögensschädigung und am Kausalzusammenhang.

Dagegen sei allenfalls der Straftatbestand der *Verletzung eines Geschäftsgeheimnisses* erfüllt. Dieser Tatbestand – Art. 162 StGB – lautet wie folgt:

### *Verletzung des Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnisses*

Wer ein Fabrikations- oder Geschäftsgeheimnis, das er infolge einer gesetzlichen oder vertraglichen Pflicht bewahren sollte, verrät,

wer den Verrat sich zunutze macht,

wird, auf Antrag, mit Gefängnis oder mit Busse bestraft.

---

<sup>1)</sup> Vgl. insbesondere Bundesgerichtsentscheid (BGE) 109 (1983) Ib 47 ff.

Nach der Ansicht des Bundesgerichts können diese Tatbestände des Geheimnisverrats oder der Ausnützung eines solchen Verrats bei Insider-Geschäften erfüllt sein.<sup>2)</sup>

Nach Art. 162 StGB kann damit bestraft werden, wer einen Tip (uneigennützig) an Freunde oder Bekannte *weitergibt*. Bestraft werden kann auch der unternehmensexterne Insider, der *Tippee*, der einen vertraulichen Hinweis ausnützt. *Straflos* bleibt dagegen die *eigennützige Verwendung* eines Geheimnisses durch einen Unternehmensinternen, das zweifellos strafwürdigere Verhalten! Das Bundesgericht hat dieses paradoxe Resultat zwar bedauert, aber keine Möglichkeit gefunden, diese Konsequenz zu vermeiden.<sup>3)</sup>

## V. Der Ruf nach einer Insider-Regelung

### 1. Vorstösse in der Presse sowie aus Bank- und Börsenkreisen

Vorstösse zugunsten einer spezifischen gesetzlichen Ordnung erfolgten in den letzten 15 Jahren nicht nur in der Finanz- und Wirtschaftspresse, sondern auch in Periodika, die sich an das breite Publikum wenden.

Rechtliche Schritte wurden aber auch von *Kreisen der Wirtschaft* gefordert, vor allem von Bankiers, weniger von Industriellen. Dabei standen am Anfang der Bemühungen in erster Linie Vorschläge für eine private Lösung auf der Grundlage der Freiwilligkeit, sog. *Gentlemen's Agreements*. In diesem Sinne äusserte sich auch der Zürcher Bankier Hans Vontobel: «Ein Gentlemen's Agreement zur Bekämpfung der Insider-Spekulation entspricht der schweizerischen Tradition, staatliche Interventionen nur zu bemühen, wenn die freiwillige Kooperation scheitert.»

Die *Schweizerische Bankiervereinigung* hat die Problematik ebenfalls aufgegriffen und 1974 aufgrund eines Gutachtens in einer Arbeitsgruppe die Möglichkeiten einer Lösung des Insider-Problems auf freiwilliger Grundlage diskutiert. Die damaligen vielversprechenden Anfänge wurden dann aber – aus welchen Gründen auch immer – nicht weiterverfolgt.

In neuerer Zeit ist dagegen auch in Wirtschaftskreisen überwiegend einer *Strafnorm* der Vorzug gegeben worden.

---

<sup>2)</sup> So BGE 109 (1983) Ib 56 ff. und BGE 113 (1987) Ib 71.

<sup>3)</sup> Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass das Bundesgericht in einem neuen Entscheid – BGE 113 (1987) Ib 72 ff., besonders 76 ff. – auch eine *Verletzung des Anwaltsgeheimnisses* (und damit wohl allgemein des durch Art. 321 StGB geschützten Berufsgeheimnisses) bei Insider-Geschäften als möglich erachtet.

## 2. Die wissenschaftliche Diskussion

- a) Auch in der rechtswissenschaftlichen Diskussion der letzten anderthalb Jahrzehnte ist die Insider-Problematik intensiv behandelt worden. Einigkeit bestand im allgemeinen darüber, dass etwas zu tun sei, Vielfalt dagegen hinsichtlich der vorgeschlagenen Massnahmen:
- b) Nicht nur in der politischen, auch in der wissenschaftlichen Auseinandersetzung ist vereinzelt eine Regelung auf *privater Basis*, in Anlehnung an die deutschen Insider-Handelsrichtlinien, gefordert worden. Überwiegend wurde solchen Vorschlägen aber entgegengehalten, sie könnten wegen des Bankheimnisses praktisch nicht funktionieren.
- c) Postuliert wurden weiter *zivilrechtliche Schritte*, sei es für sich allein, sei es verbunden mit einer Strafbestimmung.
- d) Weitaus am intensivsten aber ist die Diskussion über die Einführung einer *Strafnorm* geführt worden. Dabei erstaunt, dass sich vor allem Privatrechtler für eine Strafnorm stark machten, während umgekehrt die Spezialisten des Strafrechts einer solchen überwiegend kritisch gegenüberstanden:
  - aa) Als *Rechtfertigung einer Strafnorm* wurden etwa folgende Argumente vorgetragen:
    - Nur eine Strafnorm sei überhaupt wirksam *durchsetzbar*: Aufgrund von zivilrechtlichen Lösungen und von Gentlemen's Agreements sei es wegen des Bankheimnisses praktisch nie möglich, den Tatbestand abzuklären. In einer Strafuntersuchung entfalle dagegen dieses Hindernis.
    - Nur mit einer Strafnorm könne dem Erfordernis der *beidseitigen Strafbarkeit* als einer Voraussetzung der *Rechtshilfe* Genüge getan werden.
    - Die Einführung eines Straftatbestandes habe auch die Vorteile der *Einfachheit* und *Systemgerechtigkeit* für sich. Die Einheit der Rechtsordnung bleibe gewahrt, es brauche keine neuen Behörden, keine komplizierten Verordnungen.
    - Endlich bringe die Qualifizierung als Straftatbestand die *Missbilligung* am klarsten zum Ausdruck, fördere sie damit das *Unrechtsbewusstsein*. Auch sei die *Präventivwirkung* einer Strafnorm stärker als die einer zivilrechtlichen Alternative.

Im einzelnen waren die Vorschläge der Postulanten einer Strafnorm durchaus unterschiedlich: Wurde auf der einen Seite für eine «einfache, aber griffige Strafnorm» plädiert, hielten andere eine ausführliche kasuistische Aufzählung der Straftatbestände oder eine detaillierte Verfahrensregelung für erforderlich.

- bb) Die *Kritiker einer Strafbestimmung*, zu denen vor allem die bekannten Strafrechtsdozenten Stratenwerth und Schubarth gehören, führten ebenfalls eine Reihe von Argumenten ins Feld:
- Kritisch wurde darauf hingewiesen, dass bei Insider-Geschäften nur die Spitze des Eisbergs überhaupt bekannt werden dürfte, dass die *Dunkelziffer hoch* bleiben, die Anwendung des Straftatbestandes «absolut nicht gewährleistet» sein würde.
  - Auf der anderen Seite wurde gerade gegenteilig befürchtet, die Strafbehörden könnten durch Insider-Fälle *überflutet* werden, jedenfalls dann, wenn der Straftatbestand als Officialdelikt ausgestaltet werde.
  - An der Einführung einer Strafnorm wurde weiter gerügt, sie führe zu einer *Durchlöcherung des Bankgeheimnisses*.
  - Sodann wurde kritisiert, die Einführung einer strafrechtlichen Insider-Regel sei in Wahrheit nur eine *Lex americana*, und es dränge sich für innerschweizerische Fälle keine Pönalisierung auf.
  - Endlich wurde auch darauf aufmerksam gemacht, dass der *Unrechtsgehalt* des Insider-Handelns und der *Schutzzweck* einer allfälligen Strafnorm nicht klar seien.
- e) Die Befürworter einer Strafnorm haben in der rechtspolitischen Auseinandersetzung schliesslich die Oberhand behalten, allerdings wohl nicht nur wegen der Stärke ihrer Argumente, sondern auch, weil sie Sukkurs von aussen – aus den USA – erhielten.

## VI. Der internationale Aspekt

- a) Das Fehlen einer gesetzlichen (strafrechtlichen) Ordnung in der Schweiz hat anfangs der achtziger Jahre zu erheblichen Konflikten mit den Vereinigten Staaten geführt.

Bekanntlich kennen die USA ein *ausgebautes Insider-Recht* mit zivil-, verwaltungs- und strafrechtlichen Sanktionen. Im Zuge der Untersuchung verschie-

dener möglicher Insider-Geschäfte verlangte nun die Securities and Exchange Commission (SEC) 1981 und in den folgenden Jahren von verschiedenen Schweizer Banken Informationen über Transaktionen an amerikanischen Börsen. Die angefragten Schweizer Institute verweigerten die Auskunft unter Berufung auf das schweizerische Bankgeheimnis, nach welchem sie sich im Falle der Auskunftserteilung strafbar machen würden. Dafür hatten die amerikanischen Behörden ihrerseits wenig Verständnis, und sie drohten mit drakonischen Massnahmen.

Internationale Verträge, insbesondere das Schweizerisch-Amerikanische Rechtshilfeabkommen, halfen aus dieser Zwickmühle *nicht* heraus. Voraussetzung der Rechtshilfe unter Aufhebung des Bankgeheimnisses ist bekanntlich regelmässig, dass eine Handlung nicht nur im Ausland strafbar ist, sondern – sofern hier verübt – *auch in der Schweiz strafbar* wäre. An diesem Erfordernis der doppelten Strafbarkeit aber fehlte es – den vorn erwähnten Sonderfall des Tippees ausgenommen – bei Insider-Verstössen.

- b) Eine Überbrückung dieses unter geltendem Recht nicht lösbaren Konflikts wurde nach intensiven Verhandlungen durch ein zwischen der schweizerischen und der amerikanischen Regierung am 31. August 1982 abgeschlossenes «*Memorandum of Understanding*» und durch den Abschluss der *Konvention XVI* zwischen der Schweizerischen Bankiervereinigung und praktisch allen Schweizer Banken versucht. Aufgrund der Konvention XVI holten die Schweizer Banken bei ihrer Kundschaft die Ermächtigung ein, bei allfälligen Anfragen der SEC unter bestimmten Voraussetzungen die Identität ihrer Auftraggeber für Transaktionen an amerikanischen Börsen preiszugeben. Damit das Bankgeheimnis nur in begründeten Fällen aufgehoben werden muss, wurde in das Auskunftsverfahren eine von der Bankiervereinigung eingesetzte *Prüfungskommission* aus unabhängigen schweizerischen Fachleuten eingeschaltet. Diese Kommission sollte als eine Art Treuhänder amtieren und die von der angefragten Bank übermittelten Informationen nur dann weiterleiten, wenn sie sich davon überzeugt hatte, dass die Anfrage der amerikanischen Behörden zu Recht erfolgt war. – Die Prüfungskommission hatte seit ihrer Einsetzung anfangs 1983 etwa ein Dutzend amerikanischer Begehren zu behandeln – mit einem eigentlichen Boom in den ersten Monaten des Jahres 1988. Betroffen waren jeweils eine oder mehrere Banken – vereinzelt auch Finanzgesellschaften –, bei diesen wiederum in der Regel eine Mehrzahl von Kunden. Auskunft wurde teils erteilt, teils verweigert, wobei die amerikanischen Behörden den Entscheid der Kommission bisher durchwegs akzeptierten.

Konvention XVI und Prüfungskommission haben in den letzten Jahren ihre Feuertaufe bestanden, und das darin vorgesehene Verfahren funktionierte trotz einiger Friktionen für die Beteiligten zufriedenstellend. Trotzdem handelt

es sich um eine *rechtsstaatlich nicht unbedenkliche Notlösung*, die so rasch als möglich verschwinden muss. Einige wenige Hinweise mögen dies belegen:

- Fragwürdig ist schon die Art, wie die Unterstellung der Kunden unter die Konvention (und damit ihr Verzicht auf den Schutz des Bankgeheimnisses in diesem Bereich) erwirkt wurde: Im Gegensatz zu normalen Gepflogenheiten wurde nämlich das Stillschweigen des Kunden auf die Mitteilung der Bank hin nicht als Ablehnung, sondern als Zustimmung gewertet, und selbst eine klare Ablehnung sollte wirkungslos sein, wenn der Kunde später über die Bank einen Auftrag zur Abwicklung an einer amerikanischen Börse gab und diese ihn ausführte.
- Sind gewisse objektive Voraussetzungen am Markt nachgewiesen, dann hat die Kommission die Informationen weiterzuleiten, wenn nicht der Kunde zumindest *glaubhaft* macht, dass er *nicht Insider* ist. Dies widerspricht dem strafrechtlichen Grundsatz «in dubio pro reo». Zwar äussert sich die Kommission mit der Weiterleitung nicht zur allfälligen Insider-Eigenschaft des Betroffenen. Doch wird dem Kunden dadurch die Verwicklung in ein allenfalls zeitaufwendiges und kostspieliges amerikanisches Verfahren zugemutet.
- Der Betroffene selbst, der mutmassliche Insider, hat keinen Anspruch darauf, sich vor der Kommission zu äussern. Rechtliches Gehör wird nur der betroffenen Bank gewährt.
- Endlich sind die Entscheide der Kommission «rechtskräftig», steht gegen sie kein «Rechtsmittel» zur Verfügung.

Die Konvention XVI und das Memorandum of Understanding sind denn auch von juristischer Seite unter erheblichen Beschuss geraten. Kritische Stimmen in der Presse fanden sich schon im Zeitraum der Einführung (so etwa von Reichwein). In neuerer Zeit ist die Rechtsverbindlichkeit offen in Frage gestellt worden. Zwar wurde anerkannt, die Konstruktion stelle «in Anbetracht der konkreten Situation ... eine beachtliche Leistung dar». Der eingeschlagene Weg könne jedoch nicht weiterverfolgt werden, denn es sei «auf die Dauer für einen Rechtsstaat keine adäquate Lösung, internationale Rechtshilfe mit derartigen Mitteln durchzuführen» (Wiegand). Weitergehend wurde gar erklärt, es leide das Memorandum of Understanding «an derart schweren formellen und materiellen Mängeln, dass es als ungültig zu betrachten ist und von den für Rechtshilfefragen zuständigen schweizerischen Behörden nicht angewendet werden dürfte» (alt Bundesrichter Levy). Es ist daher höchste Zeit, dass Memorandum und Konvention durch die ordentliche Gesetzgebung abgelöst werden, wie dies von Anfang an vorgesehen war: Die Konvention hält nämlich

ausdrücklich fest, dass sie dahinfallen soll, wenn der schweizerische Gesetzgeber Bestimmungen über den Missbrauch von Insider-Informationen erlassen hat.

Im gegenwärtigen Zeitpunkt – anfangs Juli 1988 – sind vor der Prüfungskommission freilich noch eine ganze Anzahl zum Teil erst vor kurzem begonnener Verfahren hängig, die trotz dem Inkrafttreten der Strafnorm zu Ende geführt werden müssen. Auch neue Verfahren können vorläufig noch anhängig gemacht werden, soweit amerikanische Insider-Transaktionen aus der Zeit vor dem Inkrafttreten des schweizerischen Straftatbestandes in Frage stehen. Auf Ende 1988 ist aber die Konvention formell aufgehoben worden, womit dann dieses eigenartige Kapitel schweizerischer Rechtsentwicklung ein Ende finden wird.

## VII. Die Gesetzgebungsarbeiten

- a) Die Vorarbeiten für ein schweizerisches Insider-Recht gehen ein gutes Jahrzehnt zurück: Schon 1974 wurde im Zürcher Kantonsrat eine Motion betreffend Insider-Missbräuche im Börsenhandel eingereicht und vom Rat als Postulat überwiesen. Die Zürcher Regierung nahm hiezu aufgrund der Vorschläge einer Expertenkommission im Oktober 1976 Stellung, und sie hielt 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».

Im Kantonsrat stellte sich die Grosszahl der Votanten hinter den Vorschlag der Regierung, und diese unternahm in der Folge einen Vorstoss beim Bund.

- b) Dabei blieb es dann freilich – von aussen betrachtet – für länger: Zwar ist bereits 1980 verwaltungsintern eine Strafnorm erarbeitet worden, die im Juli 1981 durch zwei verwaltungsexterne Experten präzisiert wurde. Doch war geplant, die Insider-Regelung im Zuge der ohnehin anstehenden und gemächlich fortschreitenden allgemeinen Revisionen des Straf- und des Aktienrechts einzuführen. Als dann aber 1982 die schrillen Töne aus den USA erklangen, arbeitete die Gesetzesmaschinerie rasch: Der Bundesrat entschloss sich zu einem eigenen, autonomen Gesetzesprojekt, und schon im Oktober 1983 legte das Eidg. Justiz- und Polizeidepartement einen in Rekordzeit fertiggestellten *Vorentwurf für eine schweizerische Insider-Gesetzgebung* vor. Der Vorschlag kombinierte einen *straf-* und einen *zivilrechtlichen (aktienrechtlichen) Teil*.

- c) Das von Mitte November 1983 bis Ende Februar 1984 durchgeführte Vernehmlassungsverfahren wurde rege benutzt, und der Vorentwurf war auch Gegenstand eines internationalen Kolloquiums. Das Resultat war eindeutig: Der Einführung einer Strafnorm wurde auf breiter Front zugestimmt, während zusätzliche aktienrechtliche Insider-Bestimmungen ebenso deutlich abgelehnt wurden.
- d) Aufgrund dieser Reaktionen erarbeitete der Bundesrat einen definitiven *Entwurf*, der mit einer Botschaft vom 1. Mai 1985 vorgestellt wurde. Die wesentlichen Unterschiede zum Vorentwurf bestanden darin, dass die zivilrechtlichen Bestimmungen fallengelassen wurden, dass aber der Straftatbestand insofern erweitert wurde, als auch der *Tipempfänger* als Täter genannt wurde.
- e) Der Entwurf wurde in den Jahren 1985 und 1986 zunächst gründlich von einer ständerätlichen Kommission und anschliessend vom Gesamtrat behandelt. Zur Diskussion stand – neben einem mit grossem Mehr abgelehnten Alternativvorschlag – vor allem die Frage, ob der Straftatbestand als Antrags- oder als Officialdelikt ausgestaltet werden solle. Der Ständerat hielt schliesslich am Charakter eines Officialdeliktes fest, und im Oktober 1986 wurde der bundesrätliche Vorschlag mit kleinen Modifikationen und ergänzt durch eine exemplifikative Aufzählung relevanter vertraulicher Tatsachen mit 26 gegen 5 Stimmen angenommen.

Seit Anfang 1987 befassten sich zuerst die nationalrätliche Kommission und anschliessend das Plenum des Nationalrates mit der Gesetzesvorlage. Auch hier drang die Auffassung, Insider-Delikte seien von Amtes wegen zu verfolgen, durch. Zur Diskussion Anlass gab sodann die vom Ständerat eingefügte Umschreibung vertraulicher Tatsachen, wobei sich der ständerätliche Vorschlag schliesslich durchsetzte. Der Nationalrat verabschiedete die Vorlage am 7. Oktober 1987 mit 110 gegen 3 Stimmen. Das überwältigende Mehr täuscht freilich darüber hinweg, dass zahlreiche Ratsmitglieder der neuen Strafnorm mit wenig Begeisterung zustimmten.

Die verbliebenen Differenzen zwischen den beiden Räten wurden noch vor Ende 1987 bereinigt.

- f) Anfang 1988 wurde der definitive Gesetzestext amtlich publiziert, und nach unbenutztem Ablauf der Referendumsfrist trat das neue Gesetz wie erwähnt am 1. Juli 1988 in Kraft.

## VIII. Die Gesetzesnorm

Die neue Gesetzesbestimmung ist bereits auf Seite 7 in ihrem vollständigen Wortlaut vorgestellt worden. Angefügt sei hier ein kurzer erster Kommentar:

### 1. Tathandlung und Tatobjekt

- a) Nach dem Wortlaut der neuen Bestimmung erfasst die *Tathandlung* zwei Elemente:
  - aa) Vorausgesetzt ist, dass der Täter eine *vertrauliche Tatsache kennt*, die bei ihrem Bekanntwerden voraussichtlich einen Einfluss auf den Kurs von Wertschriften, Bucheffekten oder Optionen hat.
  - bb) Der Täter muss diese Kenntnis *ausnutzen* (oder auszunutzen versuchen), um sich oder einem andern einen *Vermögensvorteil* – wozu auch das Vermeiden eines Verlustes gehört – zu verschaffen.
- b) *Objekte* einer Insider-Transaktion sind *Wertrechte* in einem weiten Sinn, in erster Linie Aktien und andere Wertpapiere, daneben aber auch Bucheffekten oder Optionen.
- c) Um den Anwendungsbereich der Strafnorm nicht ausufern zu lassen, enthält diese *Einschränkungen* sowohl hinsichtlich der Tathandlung wie des Objekts:
  - aa) Die Ausnützung einer vertraulichen Tatsache soll nur dann strafrechtlich relevant sein, wenn diese voraussichtlich geeignet ist, den Kurs *erheblich* zu beeinflussen. Bagatellfälle sind ausgeschlossen.  
  
Was eine solche wesentliche Tatsache sein kann, wird durch die in den Räten eingefügte – nicht abschliessende – Aufzählung von Ziff. 3 konkretisiert.
  - bb) Der Anwendungsbereich der Strafnorm erstreckt sich nicht auf den Handel mit beliebigen Wertrechten, sondern nur auf den Handel mit solchen, die *börslich oder vorbörslich gehandelt* werden. Bei solchen Wertrechten kommt die Strafnorm jedoch auch dann zum Zug, wenn eine Transaktion nicht über die Börse bzw. Vorbörse abgewickelt wurde.

Anlässlich der gesetzgeberischen Arbeiten war umstritten, ob – wie dies der Nationalrat vorgeschlagen hatte – auch ausserbörslich ge-

handelte Werte erfasst werden sollten. Dies wurde schliesslich abgelehnt. Von vornherein stand fest, dass jedenfalls nur eine Norm zum Schutz des *anonymen Marktes* zu schaffen war.

## 2. Der Täterkreis

Täter können sein:

- a) in erster Linie *unternehmensinterne* Insider, also Organpersonen (Mitglieder des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung oder der Kontrollstelle), Mitarbeiter jeglicher Stufe oder im Auftragsverhältnis beigezogene Berater (z. B. Anwälte),

Beispiel

### Sachverhalt:

Die A AG beabsichtigt, Mehrheitsaktionärin der C AG zu werden. Zu diesem Zweck sollen heimlich C-Aktien an der Börse gekauft werden. Folgende Parteien kaufen darauf C-Aktien:

- a) Die A AG selbst.
- b) Der Verwaltungsratspräsident der A AG.
- c) Die zur Planung und Finanzierung herbeigezogene Bank B für sich und ihre Kunden.

Als die Absichten der A AG bekannt werden, steigt der Kurs der C-Aktien erheblich.

### Rechtliche Beurteilung:

Zu a): Niemand kann sein eigener Insider sein. Da die A AG die C AG aufkaufen will, muss es ihr erlaubt sein, C-Aktien zu kaufen.

Zu b): Der Präsident verletzt seine Treuepflicht gegenüber dem Unternehmen und übervorteilt ahnungslose Anleger an der Börse, um sich einen Vermögensvorteil zu verschaffen. Er handelt strafbar.

Zu c): Ähnlich wie der Präsident nützt die Bank ihre vertraulich erlangten Kenntnisse aus, um nicht informierte Anleger zu übervorteilen. Es gilt als Grundsatz des schweizerischen Strafrechts, dass juristische Personen nicht strafbar sind. Dagegen haben sich die handelnden natürlichen Personen zu verantworten.

- b) *unternehmensexterne* Hinweisempfänger, *Tippees*, die unmittelbar oder auch nur mittelbar eine relevante Tatsache mitgeteilt erhalten hatten, wobei jedoch die subjektive Seite des Tatbestandes nur dann erfüllt ist, wenn der Dritte *weiss*, dass ein Insider Information missbräuchlich weitergegeben hat,

Beispiel

#### Sachverhalt:

Die drei Anlageberater A, B und C erfahren von einem Freund, der Direktor bei der D AG ist, dass die D AG in den letzten paar Monaten massive Geschäftsverluste erlitten hat. Diese Tatsache konnte bis jetzt geheimgehalten werden, wird aber demnächst veröffentlicht. Die Titel der D AG sind an einer schweizerischen Börse kotiert.

Am nächsten Tag handeln die drei wie folgt:

- a) A verkauft für alle Vermögensverwaltungskunden sämtliche D-Aktien.
- b) B wird vom Kunden L angerufen. L möchte eine grosse Anzahl D-Aktien kaufen und fragt den B, was er davon halte. B erklärt ihm, dass er aus zuverlässiger Quelle erfahren habe, dass es der D AG sehr schlecht gehe. Darauf beauftragt L den B zum Kauf anderer Titel.
- c) Kunde M möchte wie Kunde L einen grossen Posten D-Aktien erwerben. Nachdem C ihn über das Gespräch mit dem Direktor der D AG informiert hat, einigen sie sich darauf, umfangreiche Leerverkäufe zu tätigen.

Wenige Tage später berichtet die Presse vom schlechten Geschäftsgang der D AG. Der Kurs der D-Aktien sinkt stark.

#### Rechtliche Beurteilung:

Die drei Anlageberater fallen als Tipempfhänger unter den Anwendungsbereich des Gesetzes, da sie um die missbräuchliche Weitergabe der Information wissen.

Zu a): A überwälzt den bevorstehenden Verlust durch seine Verkäufe auf ahnungslose Anleger und macht sich dadurch strafbar.

Zu b): B nützt seinen Informationsvorsprung aus, um dem L eine nachteilige Transaktion zu ersparen. Doch werden weder Aktien gekauft noch verkauft. Das Verhalten des B ist straflos.

Zu c): Im Gegensatz zu b) werden hier Geschäfte getätigt. Andere Anleger sowie die Börse selbst sind betroffen. C und M sind strafbar.

Beispiel

Sachverhalt:

A, B und C sind als Finanzanalysten für drei verschiedene Banken tätig. Alle drei beabsichtigen (unabhängig voneinander), eine Studie über die Anlageeignung der an der Börse kotierten D-Aktien zu verfassen, welche dann den Kunden der jeweiligen Bank zugestellt wird.

- a) A erhält anlässlich seines Besuches bei der D AG einen Vorabdruck der Bilanz und der Erfolgsrechnung. Daraus kann er ersehen, dass der Gewinn um über 50% zugenommen hat und eine überproportionale Dividendenerhöhung vorgesehen ist.
- b) B hat umfangreich recherchiert. Durch Vergleich der D AG mit anderen Unternehmungen derselben Branche, deren Geschäftsabschlüsse bereits publiziert wurden, kommt er zum Schluss, dass die Erträge der D AG stark gestiegen sein müssen, da die Konkurrenz durchwegs Marktanteile verloren hat.
- c) Auch C hat die Aussichten der D AG genauestens untersucht und vermutet ebenfalls eine bedeutende Gewinnerhöhung. Bei einem Gespräch mit dem Direktor der D AG legt er diesem seine Berechnungen vor und fragt ihn, was er davon halte. Der Direktor ist sehr erstaunt, gratuliert dem C und sagt ihm, dass seine Einschätzung ziemlich genau sei.

Die drei Banken sowie deren Kunden kaufen, gestützt auf die Studie ihrer Analysten, Aktien der D AG.

Nach der Pressekonferenz, an der die Gewinne der D AG bekanntgegeben wurden, steigt der Kurs der D-Aktie um rund 30%.

### Rechtliche Beurteilung:

Die drei Finanzanalysten stehen in keinem besonderen (rechtlich relevanten) Vertrauensverhältnis zur D AG. Sie sind jedoch allenfalls Tipempfänger im Sinne der Strafnorm.

Zu a): Dem A wird die kursrelevante, vertrauliche Tatsache sozusagen auf dem Tablett serviert. Die so erhaltene Information darf nicht verwertet werden.

Zu b): Im Gegensatz zu a) hat B die positive Gewinnveränderung selbständig erkannt. Die auf diese Weise erhaltenen Einsichten beruhen auf öffentlich zugänglichen Daten und dürfen verwertet werden.

Zu c): C hat seine Berechnungen selbständig erarbeitet. Jedoch erst durch die Bestätigung des Direktors wird seine Vermutung zur sicheren Kenntnis. Es ist fraglich, wie ein solcher Fall zu behandeln ist.

- c) schliesslich in *Konzernen* der vorstehend in lit. a) und b) genannte Kreis auch bei beherrschenden oder abhängigen Gesellschaften und bei geplanten *Unternehmensverbindungen* die Beteiligten beider Gesellschaften.

### 3. Die Ausgestaltung im weiteren

- a) Strafbar ist nur das *vorsätzliche* Ausnützen vertraulicher Information.
- b) Wie erwähnt, wurde der Tatbestand als *Offizialdelikt* ausgestaltet. Die angedrohte Sanktion ist eine Gefängnisstrafe (von bis zu drei Jahren im Falle des unternehmensinternen Insiders, von bis zu einem Jahr im Falle des *Tippees*) oder – was die Regel sein dürfte – Busse. Gemäss Art. 48 Ziff. 1 StGB beträgt der Höchstbetrag einer Busse grundsätzlich Fr. 40 000.–. Handelt der Täter – wie dies beim Insider denkbar ist – aus Gewinnsucht, besteht keine Höchstgrenze, Art. 48 Ziff. 1 II StGB.

Überdies kann der Richter die *Einziehung* des unrechtmässigen Vermögensvorteils zugunsten des Staats verfügen (Art. 58 I lit. a StGB). Die eingezogenen Vermögenswerte können auch den Geschädigten zuerkannt werden (Art. 60 I StGB).

#### 4. Lösung des Justizkonflikts mit den USA?

Mit der Einführung einer Strafnorm ist *grundsätzlich* auch der Justizkonflikt mit den USA gelöst, wird doch damit dem Erfordernis der beidseitigen Strafbarkeit Genüge getan.

Freilich dürften auch in Zukunft wegen der unterschiedlichen Erfassung des Insider-Tatbestandes in der Schweiz und den USA nicht alle Rechtshilfeprobleme gelöst sein. Um solche Konflikte möglichst auszuschliessen, wurde in einem Briefwechsel vom 10. November 1987 zwischen der Schweiz und den Vereinigten Staaten Rechtshilfe nicht nur in Strafsachen, sondern auch in gewissen, Insider-Fälle betreffenden, Verwaltungs- und Zivilsachen zugesichert, sofern diese Verfahren zu bestimmten strafähnlichen Sanktionen führen können. Diese Ausweitung basiert auf einer Bestimmung des Staatsvertrages zwischen den USA und der Schweiz über Rechtshilfe in Strafsachen vom 25. Mai 1973, Art. 1 III, nach welcher die Vertragsparteien vereinbaren können,

«dass Rechtshilfe nach diesem Vertrag auch geleistet wird in ergänzenden Verwaltungsverfahren über Massnahmen, die gegen den Täter einer unter diesen Vertrag fallenden strafbaren Handlung getroffen werden können».

Der Begriff der Rechtshilfe in «Strafsachen» wird damit freilich stark ausgedehnt. Erfasst werden sollen nach dem Wortlaut der amerikanischen und von der Schweiz bestätigten Note auch «Verfahren . . . , in denen die Ausfällung einer Zivilstrafe oder -busse beantragt wird» und «Verfahren vor der SEC oder einem Verwaltungsrichter, in denen als Folge von gesetzwidrigem Verhalten beantragt wird, die Registrierung einer gesetzlich geregelten Gesellschaft sei zu widerrufen oder zu suspendieren . . . ».

Dass künftig durch die in den USA diskutierte Neuordnung des Insider-Rechts erneut Konflikte im Bereich der bilateralen Rechtshilfe auftreten können, sei hier nur am Rande erwähnt.

### IX. Würdigung

Ob sich die neue schweizerische Strafnorm in der Praxis bewähren wird, bleibt abzuwarten. Im heutigen Zeitpunkt seien nur die folgenden abschliessenden Hinweise gestattet:

- a) Die schweizerische Strafnorm geht meines Erachtens geschickt einen Mittelweg zwischen einer perfektionistischen, aufwendigen und komplexen Ord-

nung wie der amerikanischen und einer Regelung, die allzu leicht umgangen werden kann, wie etwa die heute noch geltende deutsche.

Dass – wie gelegentlich in der politischen Auseinandersetzung prophezeit – Untersuchungsbehörden und Gerichte mit Insider-Fällen überschwemmt werden könnten, ist meines Erachtens nicht zu befürchten: Wie bei andern Wirtschaftsdelikten werden die staatlichen Instanzen nur dann tätig werden, wenn – etwa wegen Berichten in der Presse – massive Verdachtsmomente bestehen.

Schon eher könnte sich die andere Vorhersage bewahrheiten, die Insider-Norm werde praktisch nie zur Anwendung kommen. Sollte dies (auch) eine Folge ihrer Präventivwirkung sein, wäre dies freilich auch schon ein Erfolg!

- b) Auf den auch in letzter Zeit wieder gehörten Vorwurf, es sei «nicht einzusehen, wieso nun gerade ein Vertrauensmissbrauch anders behandelt werden soll, wenn er einen Börsengewinn zur Folge hat», ist zu entgegnen, dass die besondere Problematik bei Insider-Geschäften eben in der *Anonymität* liegt. Wo sich die Vertragsparteien kennen, bei Face-to-face-Geschäften, genügen die klassischen Rechtsbehelfe gegen Übervorteilung und Täuschung.
- c) Eher begründet ist meines Erachtens der kritische Hinweis darauf, «dass mit den Insider-Geschäften recht zufällig ein einzelnes Element des Kapitalmarktschutzes herausgegriffen» wird und dass «die Insider-Problematik nur ein Teilbereich in einem Kapitalmarktrecht ist» bzw. sein sollte (Nobel). Immerhin scheint der bereits bestehende strafrechtliche Schutz in anderen Bereichen besser ausgestaltet. So hat das Bundesgericht kürzlich festgestellt, dass in einer *Manipulation* des Aktienmarktes eine betrügerische Handlung liegen kann.<sup>4)</sup>
- d) Im Hinblick auf die in der rechtspolitischen Diskussion umstrittene Frage des *geschützten Rechtsgutes* macht die neue schweizerische Strafnorm deutlich, dass nicht nur der Vertrauensmissbrauch des Insiders gegenüber seinem Unternehmen für strafwürdig erachtet, sondern dass ein *umfassender Rechtsgüterschutz* angestrebt wird. Geschützt werden sollen auch die «Chancengleichheit im Wertpapierhandel» und damit der Publikumsanleger sowie die Sauberkeit und Funktionsfähigkeit der Börse. Nur durch diese Schutzzwecke lassen sich die Erfassung des Tippee und die Ausgestaltung der Norm als Officialdelikt begründen.

---

<sup>4)</sup> BGE 113 (1987) Ib 170 ff.

Nicht zu ignorieren – auch wenn er im Gesetzestext nicht direkt zum Ausdruck kommt – ist sodann der *internationale Aspekt*, die Verbesserung der Stellung des schweizerischen Bankwesens im grenzüberschreitenden Verkehr.

- e) Im *Publikum* hat das bevorstehende Inkrafttreten der Insider-Strafnorm keine hohen Wellen aufgeworfen. Unruhe hat sie dagegen bei *Finanzanalysten* und professionellen *Anlageberatern* ausgelöst. Es wird hier befürchtet, dass durch die neue Strafnorm die Verfolgung legitimer Informationsbedürfnisse vereitelt werde. Dazu ist in Kürze folgendes festzuhalten:

Allerdings macht sich ein Finanzanalyst oder Anlageberater strafbar, wenn er konkrete vertrauliche Hinweise zum Anlass für Anlageentscheide nimmt. Es ist dies eine wichtige Stossrichtung der Novelle, die die Chancengleichheit im Börsenhandel verbessern will.

Im übrigen ist jedoch der Anwendungsbereich der Norm nach zwei Richtungen hin klar abgegrenzt:

- Zum einen können beliebige Erkenntnisse auch im Börsenhandel frei ausgewertet werden, solange sie nur aus *allgemein zugänglichen Quellen* stammen. «Allgemein zugänglich» ist dabei nicht nur das Offenkundige, sondern jegliche Information, die auch ein Dritter erlangen könnte, wenn auch vielleicht mit besonderer Anstrengung.

## Beispiel

### Sachverhalt:

Der äusserst engagierte Anleger A liest die Wirtschaftsnachrichten der wichtigsten Tageszeitungen immer sofort nach ihrem Erscheinen, d. h. jeweils am Vorabend um ca. 23.30 Uhr. Eines Nachts stösst er auf die folgende Nachricht: Die B AG möchte die C AG übernehmen und offeriert daher den C-Aktionären einen Preis pro Aktie, der rund 70% über dem letzten bezahlten Börsenkurs liegt.

Da die C-Aktie sowohl in der Schweiz als auch in Japan kotiert ist, weist er seinen japanischen Broker in Tokio an, eine grosse Stückzahl von C-Aktien am japanischen Markt zu kaufen. Die Tokioter Börse eröffnet ca. 02.00 Uhr MEZ. Der Kurs der C-Aktie zieht in Tokio stark an. An der folgenden Börsensitzung in Zürich steigt der Kurs nochmals massiv an.

### Rechtliche Beurteilung:

A verwendet für seinen Anlageentscheid öffentlich zugängliche Fakten, welche für andere Anleger ebenfalls erhältlich sind. Sein Verhalten ist rechtmässig.

- Zum andern darf meines Erachtens trotz besonderer Kenntnis dann gehandelt werden, wenn eine entsprechende Analyse *publiziert* und damit allgemein zugänglich gemacht worden ist, wenn also Dritte aufgrund der entsprechenden Empfehlungen ebenfalls ihre Entscheide treffen können. Dabei ist es nach meiner Ansicht nicht erforderlich, dass alle Informationen, auf denen eine Anlageempfehlung beruht, offengelegt werden. Da aufgrund der Empfehlung jedermann handeln kann, darf meines Erachtens auch bei Verschweigen besonderer Kenntnisse nicht mehr davon gesprochen werden, der Insider verschaffe sich durch *Ausnützen* seiner spezifischen Kenntnisse einen *Vermögensvorteil*. (Immerhin wird man zur Präzisierung dieses Punktes die Judikatur abwarten müssen.)

Heikel ist freilich die Position des Analysten, der in Interviews mit Mitgliedern der Geschäftsleitung privilegierte, vertrauliche Hintergrundinformation erhalten hat und der diese Information nicht in eine publik gemachte Analyse hat einfließen lassen. Hier wird künftig grosse Zurückhaltung beim Handeln angebracht sein. Immerhin sieht das neue Recht auch in diesem Bereich nochmals Einschränkungen vor:

- Zum einen verlangt der Insider-Tatbestand die Ausnützung von *Tatsachen*. Eine (subjektive) Beurteilung der künftigen Geschäftsentwicklung, die Äusserung noch ungewisser Erwartungen, aber auch das Zeichnen des allgemeinen Hintergrundes, der die Entwicklung eines Unternehmens in einem besseren oder schlechteren Licht erscheinen lässt, sind meines Erachtens *nicht Tatsachen* im Sinne des Insider-Rechts. Vielmehr muss – um einen anschaulicheren Begriff zu wählen – ein «*Ereignis*» in Frage stehen.
- Zum zweiten ist verlangt, dass dieses Ereignis den Kurs *erheblich* zu beeinflussen imstande ist und dass dies *voraussehbar* ist. Wo eine Information voraussichtlich nur einen geringfügigen Einfluss auf den Börsenkurs haben wird, oder wo gar nicht voraussehbar ist, ob oder wie die betreffende Tatsache den Kurs beeinflussen wird, da fehlt eine Tatbestandsvoraussetzung des neuen Art. 161 StGB.

Mit dem so präzisierten Straftatbestand sollte auch der professionelle Finanzanalyst und -berater leben können. Vor allem aber wird damit – und dies ist bisher übersehen worden – eigentlich gar kein neues Recht geschaffen:

Schon die geltende Bundesgerichtspraxis erfasst – wie erwähnt – den Tippee, gestützt auf Art. 162 StGB. Nach dieser Norm macht sich strafbar, wer sich den Verrat eines Geschäftsgeheimnisses zunutze macht. Dabei gilt als Geheimnis nach der weit gefassten Umschreibung des Bundesgerichts jede besondere Kenntnis, die nicht offenkundig oder leicht zugänglich ist, an deren Geheimhaltung ein Geschäftsherr ein berechtigtes Interesse hat und die er nicht bekanntgeben will. Das «Ausnützen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen» nach der Insider-Novelle dürfte damit in aller Regel – wenn auch nicht ausnahmslos – auch ein Zunutzemachen eines Geschäftsgeheimnisses nach Art. 162 des bisherigen Rechts und mithin schon heute strafbar sein. Dies freilich mit einem praktisch wichtigen Unterschied: Art. 162 StGB ist als Antragsdelikt ausgestaltet, der neue Art. 161 ist Officialdelikt.

\* \* \*

Zum Abschluss noch dies:

Wer eine grundsätzlich freiheitliche Wirtschaftsordnung erhalten will, der muss auch Sorge dazu tragen, dass die missbräuchliche Ausnützung dieser Freiheit unterbunden wird. Und wer einer breiten Vermögensstreuung das Wort redet, muss das Seinige dazu tun, dass die Chancen einigermaßen gleich verteilt sind. Im Lichte dieser Zielsetzungen ist die vorgeschlagene Insider-Norm gerade auch aus liberaler, marktwirtschaftlicher Sicht ein Schritt in die richtige Richtung, eine *innerschweizerische Notwendigkeit und keineswegs (nur) eine Lex americana*.