

Dr. iur. Christian Leuenberger, Rechtsanwalt, LL.M.

Die materielle kapitalmarkt- strafrechtliche Regulierung des Insiderhandels de lege lata und de lege ferenda in der Schweiz

Unter besonderer Berücksichtigung verschiedener moral-
theoretischer und ökonomischer Konzepte sowie eines
Vergleichs mit dem US-amerikanischen Bundesrecht

Inhaltsverzeichnis

Literaturverzeichnis	XXX
Materialienübersicht	LXXVII
Abkürzungsverzeichnis.....	LXXIX
Einleitung: Fragestellung und Aufbau der Arbeit.....	1
Erster Teil. Die theoretische Begründung für die Regulierung des Insiderhandels	7
I. Ethik.....	11
A. Begründung der Unfairness mit dem „It`s just not right“- Argument.....	12
1. Begründung über den Intuitionismus von ROSS.....	12
2. Eigene Auffassung	14
B. Begründung der Unfairness mittels eines mehr oder weniger bestimmten Fairness-Begriffs.....	15
1. Fairness definiert als Nichtverletzung der Treuepflicht des Insiders gegenüber der Gesellschaft und ihren Eigentümern	16
a. Darstellung der These und der Kritik an dieser.....	16
b. Eigene Auffassung	18
2. Fairness definiert als Informationsgleichheit oder Gleichheit bzgl. Zugangs zur Information	19
a. Darstellung der These und Kritik an dieser.....	19
b. Eigene Auffassung	23
3. Fairness definiert als Pflicht zur Schadloshaltung des Handelspartners bzw. der anderen Investoren.....	24
a. These I: Der Eigentümer der Effekten erleidet einen Verlust, weil er seine Effekten dem Insider zum falschen Preis verkauft	24

b.	These II: Der Eigentümer der Effekten erleidet einen Verlust, weil er durch den Insiderhandel zum Verkauf zur falschen Zeit verleitet wird.....	25
c.	Eigene Auffassung	26
C.	Begründung der Unfairness mittels deontologischer Moraltheorie	27
1.	Der deontologische Begründungsansatz	27
2.	Die Anwendung des deontologischen Begründungsansatzes zur Entscheidung von Grenzfällen	30
3.	Eigene Auffassung	31
D.	Begründung der Unfairness mittels kontraktualistischer Moraltheorie	32
1.	Verpflichtungen gegenüber Handelspartnern.....	33
a.	Die abschätzbare Chance auf einen Gewinn	34
b.	Das Level Playing Field	35
2.	Verpflichtungen gegenüber den Geheimnisträgern.....	36
3.	Eigene Auffassung	37
E.	Subjektive Betrachtung der ethischen Diskussion und Zwischenfazit	38
II.	Ökonomie	39
A.	Grundlagen der ökonomischen Analyse des Rechts	39
1.	Positive ökonomische Analyse des Rechts	40
2.	Normative ökonomische Analyse des Rechts	44
a.	Wohlfahrtsökonomik und Allokationseffizienz	45
b.	Effizienz gemäss der neoklassischen Markttheorie	46
c.	Die Pareto-Effizienz und mit ihr verbundene Probleme.....	48
d.	Das Kaldor-Hicks-Kriterium.....	50
3.	Ökonomische Analyse des Rechts und Insiderhandel.....	52

B.	Entwicklung der ökonomischen Analyse des Rechts: Von RONALD COASES Theorem zu HENRY MANNES Legitimation des Insiderhandels	53
1.	RONALD COASE: Das Coase-Theorem und der Transaktionskostenansatz.....	53
2.	GUIDO CALABRESI: Die Erklärung des ausservertraglichen Haftpflichtrechts aufgrund ökonomischer Prinzipien	55
3.	GARY BECKER: Die Ausweitung der ökonomischen Analyse des Rechts auf das Strafrecht	56
a.	Die Kosten-Nutzen-Analyse der Akteure im Zusammenhang mit der Begehung von Straftaten: Der Straftäter als Homo Oeconomicus.....	57
b.	Die effiziente Produktion von Sicherheit: Anwendung des neoklassischen Marktmodells auf Straftaten	59
4.	HENRY MANNE: Legitimation des Insiderhandels durch die ökonomische Analyse des Rechts	60
C.	Die traditionelle ökonomische Analyse der Insiderhandelregulierung: Der „Law and Economic“-Ansatz	61
1.	Die Diskussionen auf Unternehmensebene („Firm Level Effects“)	62
a.	Die neoklassische Unternehmenstheorie.....	62
b.	Die „Principal-Agent“-Theorie und die Agenturkosten.....	63
ba.	Die Trennung zwischen Eigentum und Kontrolle.....	63
bb.	Darstellung der Agenturtheorie und der Agenturkosten	63
bc.	Der Zusammenhang zwischen „Principal-Agent“-Beziehung und Insiderhandel.....	65
c.	Argumentation der Regulierungsgegner: Insiderhandel senkt die Agenturkosten	65
d.	Argumentation der Regulierungsbefürworter: Insiderhandel erhöht die Agenturkosten	69
2.	Die Diskussion auf Marktebene („Market-Level-Effects“)	73

a.	Begriff, Funktionen und Qualitätsmerkmale des Kapitalmarkts	74
aa.	Der Begriff „Kapitalmarkt“	75
ab.	Die Funktionsweise des Kapitalmarkts.....	76
ac.	Marktimperfectionen und Qualitätskriterien.....	78
b.	Die Auswirkungen von Insiderhandel auf die Informationseffizienz des Kapitalmarkts, die „Richtigkeit“ des Marktpreises von Effekten und die Allokationseffizienz	79
ba.	Informationseffizienz	80
bb.	Die mittelstrenge Effizienzmarkthypothese nach FAMA	81
	(i) Schwache Form.....	81
	(ii) Mittelstrenge Form.....	82
	(iii) Strenge Form.....	82
	(iv) Fazit.....	83
bc.	Richtigkeit der Effektenpreise.....	85
	(i) Der intrinsische Wert und die Richtigkeit des Effektenpreises.....	85
	(ii) Der Einfluss der Richtigkeit des Effektenpreises auf die Allokationseffizienz	86
bd.	Fazit: Je höher die Informationseffizienz und je richtiger die Effektenpreise, desto höher die Allokationseffizienz	89
be.	Die Argumente gegen eine Insiderhandelregulierung.....	89
	(i) Das Hauptargument gegen eine Insiderhandelregulierung: Unregulierter Insiderhandel verbessert die Richtigkeit des Effektenpreises und erhöht damit die Allokationseffizienz	89

(ii)	Das Anschlussargument gegen eine Insiderhandelregulierung: Insiderhandel steigert die Richtigkeit des Effektenpreises und die Allokationseffizienz effizienter als eine Publikationspflicht des Unternehmens in Verbindung mit einem Analystenmarkt.....	92
bf.	Die Argumente für eine Insiderhandelregulierung	95
(i)	Der theoretisch positive Einfluss von Insiderhandel auf die Richtigkeit des Effektenpreises ist faktisch nicht existent; u.U. ist der Einfluss faktisch gar negativ	95
(ii)	Insiderhandel hat keine Signalwirkung und führt mithin nicht zu „Derivative Trading“	96
(iii)	Die theoretischen Vorteile von Insiderhandel gegenüber einer Publikationspflicht der Unternehmen sind faktisch äusserst gering.....	96
(iv)	Unregulierter Insiderhandel verdrängt die Analysten aus dem Markt und senkt dadurch die Richtigkeit der Effektenpreise und die Informationseffizienz auf dem Kapitalmarkt drastisch	98
c.	Auswirkungen von Insiderhandel auf die Transaktionskosten und die Marktliquidität.....	101
ca.	Transaktionskosten.....	102
(i)	Explizite Kosten	102
(ii)	Implizite Kosten: Marktbeeinflussungskosten und Bid/Ask-Spread im Besonderen.....	102
(iii)	Kosten durch entgangene Handelsmöglichkeiten.....	112
cb.	Liquidität.....	112
(i)	Markttiefe.....	114
(ii)	Marktbreite.....	115
(iii)	Zeit	116

(iv) Regenerationsfähigkeit.....	116
cc. Liquiditätsquellen: Die wichtigsten Arten von Aufträgen und Händlern sowie ihr Einfluss auf die Liquidität	117
(i) Die wichtigsten Arten von Ordnern und der Einfluss von Liquidität auf diese	117
(ii) Die wichtigsten Arten von Händlern und ihr Einfluss auf die Liquidität.....	120
cd. Der Zusammenhang zwischen Transaktionskosten und Liquidität.....	122
ce. Die Argumente für eine Regulierung.....	124
(i) Alle übrigen Marktteilnehmer verlieren systematisch an die Insider – unabhängig von der verfolgten Handelsstrategie, unabhängig von der gewählten Order-Art und unabhängig davon, auf welcher Marktseite sie handeln.....	124
(ii) Erste Konsequenz: Insiderhandel erhöht die impliziten Transaktionskosten zum Schaden der Allokationseffizienz.....	128
(iii) Zweite Konsequenz: Insiderhandel reduziert die Liquidität in ihren Dimensionen Breite, Tiefe und Erholungsfähigkeit zum Schaden der Allokationseffizienz.....	128
cf. Die Argumente gegen eine Insiderhandelregulierung.....	132
(i) Insiderhandel hat keine negativen, u.U. aber positive Auswirkungen auf die Liquidität.....	133
(ii) Insiderhandel führt nicht zu höheren Transaktionskosten, da die Gewinne der besser informierten Händler bloss anders verteilt, nicht aber erhöht werden	135
(iii) Unregulierter Insiderhandel verursacht tiefere Transaktionskosten als regulierter	

Insiderhandel, weil die Insider schneller und erkennbarer handeln müssen.....	136
(iv) Hätte Insiderhandel negative Auswirkungen auf die Liquidität, würden die Unternehmen Insiderhandel freiwillig verbieten; dass sie dies nicht tun (bzw. taten), impliziert das Nichtvorhandensein negativer Auswirkungen ...	138
3. Insiderhandel und das Coase-Theorem: Private vertragliche Insiderhandelregulierung v. staatliche Intervention	140
4. Würdigung der traditionellen ökonomischen Diskussion aufgrund der Ergebnisse empirischer Studien.....	144
a. Die generelle Bedeutung empirischer Studien für die Untersuchung der Auswirkungen von regulierten bzw. unreguliertem Insiderhandel.....	144
b. Die Ergebnisse jüngerer empirischer Studien	146
ba. Die Studie von HEILMANN/LÄGER/OEHLER (2001)	146
bb. Die Studien von NYANTUNG BENY (2007 und 2008)	146
bc. Die Studie von FERREIRA/FERNANDES (2009)	147
c. Fazit.....	147
D. Die verhaltensökonomische Analyse der Insiderhandelregulierung: Der „Behavioral Law and Economics“-Ansatz	149
1. Definition der Behavioral Economics	149
2. Hauptkritik der Behavioral Law and Economics an der traditionellen ökonomischen Analyse des Rechts	151
a. Kritik am neoklassischen Modell des Homo Oeconomicus und dem Modell stabiler und kontextunabhängiger Präferenzen (insbesondere die „Prospect“-Theorie)	151

b.	Kritik an der Informationsaufnahme und -verarbeitung im neoklassischen Rational Choice Modell: Was bedeutet Optimierung?	154
3.	Konzeptionelle Auswirkungen der verhaltensökonomischen Kritik im Allgemeinen.....	156
a.	Behavioral Law and Economics als eigener Ansatz	156
b.	Das Verhältnis des Behavioral Law and Economics- zum traditionellen Law and Economics Ansatz.....	157
c.	Beispielhafte konzeptionelle Auswirkungen der verhaltensökonomischen Analyse des Rechts auf die traditionelle ökonomische Analyse des Strafrechts	159
4.	Konzeptionelle Auswirkungen auf die ökonomische Diskussion zur Insiderhandelregulierung im Besonderen.....	160
a.	Der Einbezug von Fairnessempfindungen	161
aa.	Die Bedeutung von Fairnessüberlegungen in experimentellen Studien.....	162
(i)	Das Ultimatumspiel.....	162
(ii)	Das Diktatorspiel.....	163
(iii)	Der suggerierte Verdienst	164
(iv)	Fazit.....	164
ab.	Bestimmung der Fairness: Wann wird eine Transaktion als fair bzw. unfair empfunden?.....	165
ac.	Der Unterschied zwischen Verhaltensökonomie und Moraltheorie: Keine Frage nach dem Warum....	166
ad.	Self-serving Bias: Verzerrte Wahrnehmung von Fairness aufgrund des Eigeninteresses.....	166
b.	These: Insiderhandel wird als unfair empfunden, weil dabei von der Referenztransaktion, d.h. einer Transaktion mit dem Wissensstand des durchschnittlichen Marktteilnehmers abgewichen wird ..	167

III. Abschliessende Betrachtung der gesamten theoretischen Diskussion und Entwicklung eines eigenen Referenzmodells	170
A. Insiderhandelregulierung als ökonomisches und ethisches Problem	170
1. Lösung der Insiderhandelsproblematik ausschliesslich über den ökonomischen Ansatz.....	171
2. Lösung der Insiderhandelsproblematik ausschliesslich über den ethischen Ansatz.....	172
3. Kompromisslösungen zwischen den zwei Ansätzen.....	173
B. Zusammenfassung und Fazit: Integration von Fairness und Effizienz in einem verhaltensökonomisch begründeten Referenzsystem	175
1. Die ethische Debatte.....	175
2. Die ökonomische Debatte	176
3. Fazit: Ein verhaltensökonomisch begründetes Referenzsystem	177
 Zweiter Teil. Die Insiderhandelregulierung de lege lata	181
I. Übersicht über die bestehenden Regulierungssysteme der USA und der Schweiz	181
A. USA	182
1. Übersicht über das Normensystem.....	182
2. Rule 10b-5: Herzstück der Insiderhandelregulierung	184
a. Entwicklung der Rule 10b-5 zum Insidertatbestand	184
aa. Erlass der Rule 10b-5: Wortlaut von Section 10(b) Securities Exchange Act 1934 und von Rule 10b-5	185
ab. Übersicht über die einzelnen Elemente von Rule 10b-5	188
ac. Die frühe Anwendung von Rule 10b-5 in der Praxis: Bestimmung der Aktivlegitimation und der erfassten Tathandlungen	189

b.	Die Begründung der Strafbarkeit gemäss Rule 10b-5 aufgrund der „Equal Access“-Theorie und der „Fiduciary Duty“-Theorie: Die Entwicklung der „Disclose or Abstain“-Pflicht.....	191
ba.	Begründung der „Disclose or Abstain“-Pflicht durch die „Equal Access“-Theorie.....	191
bb.	Begründung mittels „Fiduciary Duty“-Theorie	194
c.	Die Begründung der Strafbarkeit gemäss Rule 10b-5 aufgrund der „Misappropriation“-Theorie	197
ca.	Die Dissenting Opinion von Chief Justice BURGER in <i>Chiarella v. United States</i> : Begründung der „Misappropriation“-Theorie.....	197
cb.	Der Entscheid des US Supreme Court in der Sache <i>United States v. O’Hagan</i> : Anerkennung der „Misappropriation“-Theorie.....	199
cc.	Konkretisierung des Vertraulichkeitsverhältnisses unter der „Misappropriation“-Theorie durch Erlass der Rule 10b5-2(b)	202
cd.	Neue Definition des Vertraulichkeitsverhältnisses unter der „Misappropriation“-Theorie im Entscheid <i>SEC v. Cuban</i>	203
d.	Abkehr vom Erfordernis der Treuepflichtverletzung gemäss der „Fiduciary Duty“-Theorie bzw. der „Misappropriation“-Theorie?.....	207
3.	Section 14(e) Securities Exchange Act 1934 bzw. Rule 14e-3: Insiderregulierung im Zusammenhang mit öffentlichen Unternehmensübernahmen.....	210
4.	Section 16 (a) und (b) Securities Exchange Act 1934: Offenlegungspflicht für legale Insidertransaktionen und Pflicht der Insider zur Herausgabe kurzfristig erzielter Handelsgewinne	213
a.	Section 16 (a) Securities Exchange Act 1934: Offenlegungs- bzw. Meldepflicht für legale Insidertransaktionen	214

b.	Section 16 (b) Securities Exchange Act 1934: Pflicht der Insider zur Herausgabe kurzfristig erzielter Handelsgewinne	216
5.	Regulation FD: Verbot selektiver Informationsveröffentlichung.....	217
6.	Section 202 NYSE Listed Company Manual: Beispiel von Publizitätsvorschriften gemäss den Regularien einer US-amerikanischen Selbstverwaltungseinrichtung	220
B.	Schweiz	221
1.	Art. 161 StGB.....	222
a.	Die Entstehungsgeschichte von Art. 161 StGB: Eine „Lex Americana“ im schweizerischen Recht.....	222
aa.	Die Rechtshilfeproblematik mit den USA zu Beginn der 1980er-Jahre	223
ab.	Notbehelfsmässige Entschärfung der Rechtshilfeproblematik mit den USA durch das Memorandum of Understanding vom 31. August 1982 und die Konvention XVI der Schweizerischen Bankiervereinigung	225
ac.	Der Vorschlag der Expertenkommission SCHULTZ vom 3. Mai 1982	226
ad.	Der Vorentwurf des EJPD vom 19. November 1983.....	228
ae.	Die Vorlage des Bundesrats vom 1. Mai 1985	230
af.	Die Beratungen in den eidgenössischen Räten, das Differenzbereinigungsverfahren und der verabschiedete Art. 161 StGB.....	232
ag.	Spätere Revisionen von Art. 161 StGB bis heute	234
b.	Stellung von Art. 161 StGB im Normgefüge.....	236
c.	Begründung für den Erlass von Art. 161 StGB: Die Rechtshilfeproblematik und die geschützten Rechtsgüter.....	237

ca.	Die Diskussion um die geschützten Rechtsgüter vor bzw. bei Erlass von Art. 161 StGB	238
cb.	Heutiger Stand der Diskussion um die von Art. 161 StGB de lege lata geschützten Rechtsgüter.....	241
cc.	Eigene Auffassung betreffend die de lege lata geschützten Rechtsgüter.....	245
	(i) Die Ordnung der geschützten Rechtsgüter de lege lata unter Berücksichtigung des entwickelten Referenzsystems	246
	(ii) Inhaltliche Bestimmung der geschützten Rechtsgüter.....	248
2.	Bestimmungen der SIX Swiss Exchange	251
a.	Organisation und Regularien der SIX Swiss Exchange ...	251
b.	Ad hoc-Publizität gemäss Art. 53 f. KR.....	253
c.	Offenlegungspflicht für Managementtransaktionen gemäss Art. 56 KR	255
3.	Zusätzliche Normen für Effekthändler und Banken.....	256
a.	FINMA-Rundschreiben Marktverhaltensregeln vom 20. November 2008 (FINMA-RS 08/38 Marktverhaltensregeln)	257
b.	Richtlinie der SBVg betreffend Verhaltensregeln für Effekthändler bei der Durchführung des Effekthandelsgeschäfts vom 22. Januar 1997 bzw. vom 22. Oktober 2008 (SBVg-Richtlinie Verhaltensregeln für Effekthändler) und FINMA-Rundschreiben Selbstregulierung als Mindeststandard vom 20. November 2008 (FINMA-RS 08/10 Selbstregulierung als Mindeststandard)	260
4.	Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance und die private Umsetzung durch die Schweizer Unternehmen	262
a.	Der Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance.....	262

b.	Die Standardmassnahmen in den Schweizer Unternehmen (Compliance).....	264
ba.	Das Insiderreglement	264
bb.	Bewilligungspflicht und Pflicht zum Gebrauch eines überwachten Depots.....	266
bc.	Insiderlisten	266
bd.	Die Compliance-Stelle bzw. der Compliance Officer	267
II.	Die Tatbestandselemente von Art. 161 StGB: Eine rechtsvergleichende Untersuchung mit der US-amerikanischen Rule 10b-5.....	268
A.	Täterkreis.....	268
1.	Täterkreis gemäss Rule 10b-5	269
a.	Täterkreis gemäss der „Equal Access“-Theorie	269
b.	Täterkreis gemäss der „Fiduciary Duty“-Theorie	270
ba.	Insider.....	270
bb.	Tippnehmer	273
c.	Täterkreis gemäss der „Misappropriation“-Theorie.....	276
ca.	Insider.....	277
cb.	Tippnehmer	278
cc.	Mögliche Auswirkungen der Entscheide SEC v. Cuban und SEC v. Dorozhko auf den Täterkreis	278
2.	Täterkreis gemäss Art. 161 StGB.....	279
a.	Insider gemäss Art. 161 Ziff. 1 StGB.....	279
aa.	Grundsätzliches zu den Täterkategorien	281
(i)	Die Einschränkung des Täterkreises aufgrund des privilegierten Informationszugangs resultiert im Grundsatz der Konnexität zwischen Insiderstellung und Kenntnisnahme	

und im Grundsatz der Konnexität zwischen Täter und Effekten	281
(ii) Einschränkung der Rechtsformen	285
(iii) Ausländische Gesellschaften und Funktionsträger	287
ab. Mitglieder des Verwaltungsrats	287
ac. Mitglieder der Geschäftsleitung	288
ad. Mitglieder der Revisionsstelle.....	291
ae. Beauftragte	291
(i) Einschränkung der Auslegung des Beauftragtenbegriffs i.S.v. Art. 161 Ziff. 1 Abs. 1 StGB gemäss h.L.	292
(ii) Eigene Auslegung des Beauftragtenbegriffs i.S.v. Art. 161 Ziff. 1 Abs. 1 StGB	293
af. Mitglieder einer Behörde und Beamte	295
ag. Hilfspersonen	296
(i) Auffassungen über die Auslegung des Hilfspersonenbegriffs gemäss Art. 161 Ziff. 1 Abs. 3 StGB in der Lehre.....	297
(ii) Eigene Auslegung des Hilfspersonenbegriffs gemäss Art. 161 Ziff. 1 Abs. 3 StGB	298
ah. Ausdehnung des Täterkreises über die Konzernklausel einerseits und den Fall der geplanten Verbindung mehrerer Gesellschaften andererseits.....	303
(i) Die Konzernklausel.....	303
(ii) Die geplante Verbindung mehrerer Gesellschaften	306
b. Tippnehmer gemäss Art. 161 Ziff. 2 StGB	308
3. Rechtsvergleichende Betrachtung des Täterkreises nach Rule 10b-5 und Art. 161 StGB	312

B. Tatobjekt.....	314
1. Tatobjekt gemäss Rule 10b-5.....	314
a. Auffassung in der neueren amerikanischen Lehre und Rechtsprechung	314
b. Konzeptionelle Problematik der weiten Auslegung durch die neuere amerikanische Lehre.....	315
c. Keine Einschränkung auf Effekten, die an organisierten Märkten gehandelt werden, und Einschluss des Primärmarkts.....	318
2. Tatobjekt gemäss Art. 161 StGB.....	319
a. Börslicher oder vorbörslicher Handel in der Schweiz	319
aa. Erfordernis börslichen oder vorbörslichen Handels: Einschluss börsenähnlicher Einrichtungen und gewisser ausserbörslicher Handelsplattformen sowie der Ausgabe von Effekten am Primärmarkt.....	319
ab. Handelsort Schweiz.....	326
b. Kategorien von Effekten	328
ba. Allgemeines zu den Effektenkategorien	328
bb. Aktien.....	329
bc. Andere Wertschriften	329
bd. Optionen.....	331
be. Over-the-Counter-Derivate und Phantom Stock im Besonderen.....	332
3. Rechtsvergleichende Betrachtung des Tatobjekts gemäss Rule 10b-5 und Art. 161 StGB.....	333
C. Insiderinformation	334
1. Die Insiderinformation gemäss Rule 10b-5	335
a. Information.....	336

b.	Wesentlichkeit: Der Reasonable Investor Test und der Probability Magnitude Test.....	337
ba.	Der vernünftige Investor	338
bb.	Beeinflussung mit erheblicher Wahrscheinlichkeit ..	339
c.	Nicht-Öffentlichkeit	341
2.	Die Insiderinformation gemäss Art. 161 StGB	344
a.	Tatsache bzw. Information.....	344
aa.	Realitätsbezug	345
ab.	Direkter oder indirekter Unternehmensbezug	347
b.	Erhebliche Beeinflussung des Kurses (Wesentlichkeit)...	348
ba.	Beeinflussung des Kurses	349
bb.	Qualifizierte Erheblichkeit: Beschränkung auf „erhebliche“ Beeinflussung des Kurses	352
bc.	Bedeutung der Beschränkung auf Tatsachen, die den Kurs „in voraussehbarer Weise“ erheblich beeinflussen.....	355
c.	Vertraulichkeit.....	355
3.	Rechtsvergleichende Betrachtung der Insiderinformation gemäss Rule 10b-5 und Art. 161 StGB	358
a.	Information bzw. Tatsache.....	359
b.	Wesentlichkeit	359
c.	„Non public Information“ bzw. Vertraulichkeit	360
D.	Tathandlung.....	360
1.	Die Tathandlung gemäss Rule 10b-5	361
a.	Disclose or Abstain from Trading	361
aa.	Verantwortlichkeit für aktives Verhalten.....	361
ab.	Verantwortlichkeit für passives Verhalten (Geschäftsherrenhaftung).....	363

b.	Tipping	364
2.	Die Tathandlung gemäss Art. 161 StGB	366
a.	Ausnützen.....	366
aa.	Ausnützen durch aktives Verhalten (unter besonderer Berücksichtigung des Ausnützens über Over-the-Counter-Derivate oder Phantom Stock)	367
ab.	Ausnützen durch passives Verhalten	370
(i)	Unterlassen eigener Effektentransaktion	370
(ii)	Unterlassung durch Gewährenlassen anderer (Geschäftsherrenhaftung).....	373
(iii)	Subsidiäre strafrechtliche Verantwortlichkeit des Unternehmens	376
b.	Einem Dritten zur Kenntnis bringen („Tipping“)	377
3.	Rechtsvergleichende Betrachtung der Tathandlungen gemäss Rule 10b-5 und Art. 161 StGB	379
E.	Kausalität: Zusammenhang zwischen der Kenntnis der Insiderinformation und der Tathandlung.....	380
1.	Kausalität gemäss Rule 10b-5.....	381
a.	Die Entwicklung der „Possession v. Use“-Debatte bis zur Rule 10b5-1	381
b.	Zusammenhangserfordernisse bei zivilrechtlichen Klagen von Anlegern: „Reliance“ und „Loss Causation“	385
2.	Kausalität gemäss Art. 161 StGB.....	386
3.	Rechtsvergleichende Betrachtung der Kausalität gemäss Rule 10b-5 und Art. 161 StGB	387
F.	Taterfolg	388
1.	Taterfolg gemäss Rule 10b-5 bei zivilrechtlichen Klagen: Vermögensschaden.....	388

2.	Taterfolg gemäss Art. 161 StGB: Eintritt eines Vermögensvorteils	390
a.	Kausalität zwischen dem Ausnutzen der Insiderinformation und dem eingetretenen Vermögensvorteil	391
b.	Spezialfall des Erfolgseintritts bei der Gesellschaft des Insiders (die Untersuchung der Parömie „Niemand kann sein eigener Insider sein“)	394
3.	Rechtsvergleichende Betrachtung des Taterfolgs gemäss Rule 10b-5 und Art. 161 StGB	398
G.	Besonderheit der Tatbestandsvariante des Tipping gemäss Rule 10b-5 und Art. 161 StGB: Die Straftat des Insiders als objektives Tatbestandselement der Tatbegehung durch den Tippnehmer	399
H.	Subjektive Tatbestandsmässigkeit	400
1.	Subjektive Tatbestandsmässigkeit gemäss Rule 10b-5	400
a.	Scienter	401
b.	Willfulness	402
c.	Besonderheiten der subjektiven Tatbestandsmässigkeit beim Tipping	404
2.	Subjektive Tatbestandsmässigkeit gemäss Art. 161 StGB	406
a.	Ausgangspunkt der Diskussion über die subjektive Tatbestandsmässigkeit gemäss Art. 161 Ziff. 1 StGB in der Lehre	406
b.	Der Stand der Diskussion über die subjektive Tatbestandsmässigkeit gemäss Art. 161 Ziff. 1 StGB: Die Argumente	407
c.	Eigene Analyse des Vorsatzes im Bezug auf Art. 161 Ziff. 1 StGB	410
ca.	Die Wissensseite des Vorsatzes	410
cb.	Die Willensseite des Vorsatzes	412

cc.	Die Abgrenzung zwischen direktem Vorsatz und Eventualvorsatz	413
cd.	Übertragung der allgemeinen Untersuchungserkenntnisse auf Art. 161 StGB: Eigene Auffassung zur Frage des Vorsatzes	414
	(i) Vorsatz hinsichtlich der Kenntnis einer Tatsache, deren Vertraulichkeit und Kursrelevanz	415
	(ii) Vorsatz in Bezug auf die Verschaffung eines Vermögensvorteils	417
d.	Eine Besonderheit der subjektiven Tatbestandsmässigkeit gemäss Art. 161 Ziff. 2 StGB	418
3.	Rechtsvergleichende Betrachtung der subjektiven Tatbestandsmässigkeit gemäss Rule 10b-5 und Art. 161 StGB	419
III.	Fazit der rechtsvergleichenden Untersuchung der Insiderhandelregulierung de lege lata	420
	Dritter Teil. Vorschlag einer kapitalmarktstrafrechtlichen Insiderhandelregulierung de lege ferenda	423
I.	Allgemeines zur neuen kapitalmarktstrafrechtlichen Bestimmung und Vorschlag für deren Wortlaut.....	423
A.	Stellung im Normgefüge	423
B.	Die geschützten Rechtsgüter	425
	1. Die geschützten Rechtsgüter de lege ferenda gemäss eigenem Vorschlag	425
	2. Vergleich mit dem Vorschlag der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch gemäss Bericht vom 29. Januar 2009	427
C.	Wortlaut der kapitalmarktstrafrechtlichen Bestimmung de lege ferenda	428
	1. Eigener Vorschlag für den Wortlaut der kapitalmarktstrafrechtlichen Bestimmung de lege ferenda	428

2.	Vergleich mit dem Vorschlag der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch gemäss Bericht vom 29. Januar 2009	429
II.	Die Tatbestandselemente der vorgeschlagenen Bestimmung	431
A.	Täterkreis	431
1.	Täterkreis de lege ferenda gemäss eigenem Vorschlag	433
2.	Vergleichende Betrachtung des Täterkreises gemäss eigenem Vorschlag mit dem Täterkreis gemäss Art. 44a E- BEHG	433
B.	Tatobjekt	435
1.	Tatobjekt de lege ferenda gemäss eigenem Vorschlag	436
2.	Vergleichende Betrachtung des Tatobjekts gemäss eigenem Vorschlag mit dem Tatobjekt gemäss Art. 44a E- BEHG	437
C.	Insiderinformation	437
1.	Insiderinformation de lege ferenda gemäss eigenem Vorschlag	439
2.	Vergleichende Betrachtung der Insiderinformation gemäss eigenem Vorschlag mit der Insiderinformation gemäss Art. 44a E-BEHG	440
D.	Tathandlung	441
1.	Tathandlung de lege ferenda gemäss eigenem Vorschlag	442
2.	Vergleichende Betrachtung der Tathandlung gemäss eigenem Vorschlag mit der Tathandlung gemäss Art. 44a E-BEHG	443
E.	Kausalität: Zusammenhang zwischen der Kenntnis von der Insiderinformation und der Tathandlung	445
F.	Taterfolg	445
1.	Taterfolg de lege ferenda gemäss eigenem Vorschlag	446
2.	Vergleichende Betrachtung des Taterfolgs de lege ferenda gemäss eigenem Vorschlag mit dem Taterfolg gemäss Art. 44a E-BEHG	447

G. Besonderheit der Tatbestandsvariante des Tipping: Die Straftat des Insiders als objektives Tatbestandselement der Tatbegehung durch den Tippnehmer entfällt	448
H. Subjektive Tatbestandsmässigkeit.....	449
Schluss/Zusammenfassung	450