

Band 120

# Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht

Herausgegeben von  
Prof. Dr. Dieter Zobl  
Prof. Dr. Rolf H. Weber  
Prof. Dr. Rolf Sethe

Lukas Fahrländer

## Der revidierte schweizerische Insiderstraftatbestand

Schulthess § 2015

# Inhaltsverzeichnis

|  |          |
|--|----------|
| Abkürzungsverzeichnis.....   | XIX      |
| Literaturverzeichnis .....   | XXIX     |
| Materialienverzeichnis.....  | LXVII    |
| <b>Einleitung.....</b>   | <b>1</b> |
| <b>1. Teil: Grundlagen .....</b>   | <b>5</b> |
| § 1 Entwicklung des Insiderstrafrechts in der Schweiz.....                                       | 5        |
| I. Normentstehung und Inkrafttreten 1988 .....   | 5        |
| II. Anpassung 2008.....  | 8        |
| III. Revision „Börsendelikte und Marktmissbrauch“ 2013 .....                                     | 9        |
| IV. Entwurf FinfraG 2014.....  | 12       |
| § 2 Entwicklung des Insiderstrafrechts in der Europäischen Union<br>und in Deutschland .....     | 16       |
| I. Insiderrichtlinie 1989 und WpHG 1994.....   | 16       |
| II. Marktmissbrauchsrichtlinie 2003 und AnSVG 2004 .....   | 17       |
| III. Marktmissbrauchsverordnung 2014 und strafrechtliche<br>Marktmissbrauchsrichtlinie 2014..... | 18       |
| § 3 Art. 40 BEHG als Strafnorm .....   | 20       |
| I. Stellung von Art. 40 BEHG in der Strafrechtsordnung .....                                     | 20       |
| A. Art. 40 BEHG als Bestandteil des Wirtschaftsstrafrechts .....                                 | 20       |
| 1. Börsendelikte.....  | 21       |
| 2. Finanzmarkt- bzw. Kapitalmarktstrafrecht.....   | 21       |
| 3. Wirtschaftsstrafrecht .....   | 22       |
| B. Art. 40 BEHG als Bestandteil des Nebenstrafrechts .....                                       | 22       |
| II. Auslegung von Strafnormen .....  | 23       |
| A. Legalitätsprinzip.....  | 24       |
| 1. Verbot von Gewohnheitsrecht .....   | 24       |
| 2. Bestimmtheitsgebot.....   | 25       |
| 3. Analogieverbot.....   | 26       |
| 4. Rückwirkungsverbot .....  | 28       |
| B. Auslegung und freie richterliche Rechtsfindung.....   | 29       |

|  |    |
|--|----|
| 1. Allgemeines.....  | 29 |
| 2. Auslegung .....   | 29 |
| 3. Freie richterliche Rechtsfindung .....  | 31 |
| a) Freie Rechtsfindung „intra legem“ .....   | 32 |
| b) Freie Rechtsfindung „praeter legem“ .....   | 32 |
| III. Fazit .....   | 33 |
| § 4 Stellung von Art. 40 BEHG im Normengefüge der<br>Insiderhandelsregulierung .....         | 34 |
| I. Übersicht über das Normengefüge der<br>Insiderhandelsregulierung.....                     | 34 |
| A. Aufsichtsrecht.....   | 35 |
| 1. Ausnützen von Insiderinformationen nach<br>Art. 33e BEHG.....                             | 35 |
| 2. Ausnahmen vom Verbot des Insiderhandels nach<br>Art. 55a ff. BEHV .....                   | 36 |
| 3. FINMA-RS 13/8 „Marktverhaltensregeln“ .....   | 37 |
| a) Überblick .....   | 37 |
| b) Organisationspflichten im Besonderen.....   | 38 |
| 4. Offenlegung von Beteiligungen nach<br>Art. 20 f. BEHG .....                               | 39 |
| B. Selbstregulierung.....  | 40 |
| 1. „Unechte“ Selbstregulierung.....  | 40 |
| a) Ad-hoc-Publizität nach Art. 53 f. KR-SIX .....  | 41 |
| b) Offenlegung von Management-Transaktionen nach<br>Art. 56 KR-SIX .....                     | 42 |
| 2. „Echte“ Selbstregulierung .....   | 43 |
| II. Verhältnis der anderen Normen der<br>Insiderhandelsregulierung zum Straftatbestand ..... | 43 |
| A. Aufsichtsrecht.....   | 44 |
| 1. Ausnahmen vom Verbot des Insiderhandels nach<br>Art. 55a ff. BEHV .....                   | 44 |
| 2. FINMA-RS 13/8 „Marktverhaltensregeln“ .....   | 46 |
| B. Selbstregulierung.....  | 47 |
| III. Fazit .....   | 49 |
| § 5 Ökonomische Grundlagen .....   | 50 |
| I. Die Kapitalmarkteffizienzhypothese.....   | 51 |
| A. Vorbemerkungen .....  | 51 |
| 1. Mikro- und makroökonomische Betrachtungsweise .....                                       | 51 |

|  |           |
|--|-----------|
| 2. Der Fundamentalwert von Finanzinstrumenten .....  | 51        |
| B. Inhalt .....  | 53        |
| II. Das Informationsarbitrage-Modell.....  | 55        |
| III. Zwischenfazit.....  | 58        |
| IV. Kritik an der klassischen Kapitalmarkttheorie.....   | 60        |
| A. Übersicht .....   | 60        |
| B. Behavioral Finance im Besonderen.....   | 61        |
| § 6 Geschützte Rechtsgüter .....   | 63        |
| I. Früheres Recht .....  | 63        |
| A. Gesetzesmaterialien.....  | 63        |
| B. Diskussion in der Lehre.....  | 64        |
| C. Gerichtspraxis.....   | 66        |
| D. Eigene Ansicht.....   | 66        |
| II. Neues Recht .....  | 68        |
| A. Wegfall der Treuepflicht des Insiders.....  | 68        |
| B. Schutz des Kapitalmarktes .....   | 69        |
| III. Fazit .....   | 71        |
| <b>2. Teil: Auslegung der einzelnen Tatbestandselemente.....</b>                               | <b>73</b> |
| § 7 Täterkreis.....  | 73        |
| I. Frühere Rechtslage.....   | 73        |
| A. Insider gemäss Art. 161 Ziff. 1 aStGB .....   | 73        |
| 1. Einzelne Täterkategorien.....   | 73        |
| 2. Funktionaler Zusammenhang zwischen Insiderposition<br>und Kenntniserlangung .....           | 75        |
| 3. Konnexität zwischen Insiderposition und Effekten.....                                       | 76        |
| 4. Einschränkung der Rechtsformen .....  | 76        |
| B. Tippnehmer gemäss Art. 161 Ziff. 2 aStGB.....   | 77        |
| C. Revisionsbedarf.....  | 78        |
| II. Neue Rechtslage.....   | 79        |
| A. Primärinsider gemäss Art. 40 Abs. 1 BEHG .....  | 80        |
| 1. Allgemeine Bemerkungen.....   | 80        |
| 2. Organinsider .....  | 84        |
| a) Begriff des „Emittenten“ .....  | 85        |
| b) Begriff der „den Emittenten beherrschenden oder<br>von ihm beherrschten Gesellschaft“ ..... | 86        |

|     |   |     |
|-----|---|-----|
| c)  | Organe oder Mitglieder eines Leitungs- oder<br>Aufsichtsorgans .....              | 92  |
| d)  | Organinsider am Beispiel der Aktiengesellschaft .....                             | 94  |
| aa) | Mitglieder des Verwaltungsrates .....   | 95  |
| bb) | Mitglieder der Geschäftsleitung .....   | 96  |
| cc) | Mitglieder der Revisionsstelle .....  | 97  |
| c)  | Keine explizite Nennung der persönlich haftenden<br>Gesellschafter .....          | 100 |
| 3.  | Beteiligungsinsider .....   | 102 |
| a)  | Allgemeine Bemerkungen .....  | 102 |
| b)  | Keine Konnexität zwischen Beteiligung und<br>Effekten .....                       | 103 |
| c)  | Begriff der Beteiligung .....   | 105 |
| d)  | Kausalität zwischen Beteiligung und<br>Kenntniserlangung .....                    | 107 |
| 4.  | Tätigkeitsinsider .....   | 108 |
| a)  | Begriff der Tätigkeit .....   | 108 |
| b)  | Einschränkung des Anwendungsbereichs .....  | 110 |
| aa) | Auslegung im deutschen Recht .....  | 111 |
| bb) | Auslegung im Schweizer Recht .....  | 112 |
| c)  | Eignung als Auffangtatbestand? .....  | 113 |
| d)  | Im Einzelnen erfasste Personen .....  | 116 |
| aa) | Organmitglieder .....   | 117 |
| bb) | Mitarbeiter ohne Organstellung .....  | 118 |
| cc) | Beauftragte .....   | 119 |
| dd) | Mitglieder einer Behörde und Beamte .....   | 121 |
| cc) | Gremien ohne Behördenqualität .....   | 122 |
| ff) | Sachwalter, Konkursverwalter, Mitglieder von<br>Gläubigerausschüssen .....        | 122 |
| gg) | Finanzanalysten, Anlageberater und<br>Wirtschaftsjournalisten .....               | 123 |
| hh) | Marktteilnehmer .....   | 125 |
| e)  | Nicht erfasste Personen .....   | 125 |
| 5.  | Funktionaler Zusammenhang zwischen<br>Insiderposition und Kenntniserlangung ..... | 126 |
| 6.  | (Keine) Konnexität zwischen Insiderposition und<br>Effekten .....                 | 131 |
| 7.  | Keine Einschränkung der Rechtsformen .....  | 132 |

|      |  |     |
|------|--|-----|
| B.   | Sekundärinsider gemäss Art. 40 Abs. 3 BEHG .....             | 133 |
| 1.   | Tippnehmer .....   | 134 |
| a)   | Anforderungen an die Vortat .....                            | 134 |
| b)   | Mitteilung durch einen Primärinsider .....                   | 136 |
| c)   | Schwierigkeit des Nachweises einer Insiderquelle .....       | 139 |
| d)   | Abgrenzungen .....   | 140 |
| 2.   | Deliktsinsider .....   | 140 |
| a)   | Zuordnung in die Kategorie der Sekundärinsider .....         | 140 |
| b)   | Deliktsinsider im Sinne von Art. 40 Abs. 3 BEHG .....        | 143 |
| aa)  | Allgemeines .....  | 143 |
| bb)  | Erfasste Delikte .....                                       | 145 |
| cc)  | Kausalität zwischen Delikt und<br>Kenntniserlangung .....    | 147 |
| dd)  | Abgrenzung .....   | 149 |
| C.   | Tertiärinsider gemäss Art. 40 Abs. 4 BEHG .....              | 149 |
| 1.   | Allgemeines .....  | 149 |
| 2.   | Erfasste Personen .....                                      | 150 |
| 3.   | Nicht erfasste Personen .....                                | 152 |
| D.   | Strafbarkeit von Unternehmen .....                           | 153 |
| E.   | Zum abgestuften Sanktionsrahmen .....                        | 154 |
| III. | Fazit .....  | 158 |
| § 8  | Insiderpapiere .....   | 160 |
| I.   | Frühere Rechtslage .....                                     | 160 |
| II.  | Neue Rechtslage .....  | 163 |
| A.   | Entstehungsgeschichte und Abgrenzung .....                   | 164 |
| B.   | Effekten .....   | 165 |
| C.   | Erfassung anderer Handelsgüter? .....                        | 168 |
| D.   | Börsen und börsenähnliche Einrichtungen .....                | 170 |
| E.   | Erfassung anderer organisierter Märkte? .....                | 172 |
| 1.   | Geltendes Börsengesetz .....                                 | 172 |
| 2.   | Geplantes Finanzmarktinfrastrukturgesetz .....               | 174 |
| a)   | Neuregelung der Handelssysteme .....                         | 174 |
| b)   | Bedeutung für die Definition der Insiderpapiere .....        | 175 |
| F.   | Handelszulassung in der Schweiz .....                        | 178 |
| 1.   | Kotierung und Zulassung zum Handel .....                     | 178 |
| 2.   | Bei der SIX Swiss Exchange erfasste<br>Handelssegmente ..... | 182 |
| a)   | Kotierte Effekten .....                                      | 182 |

|  |     |
|--|-----|
| b) Zum Handel zugelassene Effekten .....                           | 183 |
| 3. Örtlicher Anwendungsbereich .....                               | 185 |
| 4. Keine Erfassung des Primärmarktes .....                         | 186 |
| G. Abgeleitete Finanzinstrumente .....                             | 187 |
| III. Fazit .....   | 189 |
| § 9 Insiderinformation .....                                       | 191 |
| I. Entwicklung des Begriffs .....                                  | 191 |
| II. Einzelne Begriffselemente .....                                | 192 |
| A. Information .....   | 192 |
| 1. Auslegung im bisherigen Recht .....                             | 193 |
| 2. Auslegung in der Europäischen Union und in<br>Deutschland ..... | 195 |
| a) Präzise bzw. konkrete Information .....                         | 195 |
| b) Emittenten- oder Insiderpapierbezug der<br>Information .....    | 200 |
| 3. Auslegung im neuen Recht .....                                  | 201 |
| a) Klassifizierung des Informationsbegriffs .....                  | 201 |
| aa) Kategorien von Informationen .....                             | 202 |
| bb) Perspektive .....  | 204 |
| cc) Gesamtbetrachtung der Informationslage .....                   | 204 |
| dd) Mosaik-Theorie im Besonderen .....                             | 206 |
| b) Keine Eingrenzung des Informationsbegriffs .....                | 207 |
| c) Unternehmensexterne Informationen im<br>Besonderen .....        | 209 |
| d) Keine Notwendigkeit eines Drittbezugs .....                     | 214 |
| e) Einzelfälle .....   | 218 |
| aa) Informationen über Tatsachen .....                             | 219 |
| bb) Unwahre Tatsachen .....  | 219 |
| cc) Mehrstufige Entscheidungsprozesse .....                        | 220 |
| dd) Absichten, Pläne, Vorhaben .....                               | 222 |
| ee) Prognosen .....  | 223 |
| ff) Werturteile, Ansichten, Meinungen .....                        | 224 |
| gg) Ratschläge, Tipps, Empfehlungen .....                          | 226 |
| hh) Unternehmensbewertungen .....                                  | 227 |
| ii) Gerüchte .....   | 228 |
| B. Vertraulichkeit .....   | 231 |
| 1. Auslegung im bisherigen Recht .....                             | 232 |

|  |     |
|--|-----|
| 2. Auslegung in der Europäischen Union und in Deutschland.....                                 | 233 |
| 3. Auslegung im neuen Recht .....  | 235 |
| a) Versäumnisse des Gesetzgebers.....  | 235 |
| b) Bestehender Zielkonflikt .....  | 237 |
| c) Lösung: Konzept der Bereichsöffentlichkeit .....  | 242 |
| d) Einzelheiten .....  | 245 |
| C. Kursrelevanz.....   | 248 |
| 1. Auslegung im bisherigen Recht .....   | 249 |
| 2. Auslegung in der Europäischen Union und in Deutschland.....                                 | 252 |
| 3. Auslegung im neuen Recht .....  | 258 |
| a) Übereinstimmung mit „Kursrelevanz“ im alten Recht? .....                                    | 258 |
| b) Ausgangslage und Überblick.....   | 260 |
| c) Prognose .....  | 260 |
| aa) Objektive Betrachtungsweise ex ante .....  | 260 |
| bb) Massstab des verständigen Anlegers .....   | 262 |
| aaa) Ausgangslage .....  | 262 |
| bbb) Eigener Lösungsvorschlag .....  | 265 |
| (1) Begriff des „reasonable investor“ im US-amerikanischen Insiderrecht .....                  | 265 |
| (2) Begriff des „verständigen Anlegers“ im europäischen und deutschen Insiderrecht .....       | 267 |
| (3) Begriff des „verständigen Anlegers“ im Schweizer Insiderrecht.....                         | 268 |
| ccc) Folgerungen .....   | 277 |
| d) Erhebliches Kursbeeinflussungspotenzial .....   | 278 |
| aa) Ansätze zur Konkretisierung der Kurserheblichkeit.....                                     | 279 |
| aaa) Prozentuale Erheblichkeitsschwellen.....  | 279 |
| bbb) Verwendungsanreize beim verständigen Anleger (Reasonable Investor Test).....              | 280 |
| ccc) Andockung an Ad-hoc-Publizitätspflicht und Verwendung eines abschliessenden Katalogs..... | 283 |
| ddd) Zwischenfazit.....  | 290 |
| bb) Klassifizierung der kursrelevanten Informationen.....                                      | 291 |

|   |     |
|---|-----|
| aaa) Fundamentalwertbezogene und handels-<br>bezogene Informationen .....         | 291 |
| bbb) Unmittelbar und mittelbar fundamentalwert-<br>bezogene Informationen .....   | 293 |
| cc) Konkrete Feststellung der Kurserheblichkeit.....                              | 293 |
| aaa) Ausgangslage .....   | 293 |
| bbb) Veränderung der Gesamtinformationslage .....                                 | 295 |
| ccc) Fundamentalwertrelevanz .....  | 297 |
| (1) Fundamentalwertrelevanz bei Informationen<br>ohne Unsicherheitsselement ..... | 297 |
| (2) Fundamentalwertrelevanz bei Informationen<br>mit Unsicherheitsselement .....  | 298 |
| ddd) Verwendungsanreiz beim verständigen<br>Anleger .....                         | 307 |
| eee) Kursrelevanz handelsbezogener<br>Informationen.....                          | 310 |
| e) Nachweis der Kursrelevanz in der Praxis.....                                   | 311 |
| aa) Ausgangslage .....  | 311 |
| bb) Meinungsstand .....   | 311 |
| cc) Eigene Meinung.....   | 313 |
| III. Verhältnis zur Ad-hoc-Publizität.....  | 315 |
| A. Ad-hoc-Publizität gemäss Art. 53 f. KR-SIX.....                                | 317 |
| 1. Rechtsgrundlage .....  | 317 |
| 2. Meldepflichtige Tatsachen .....  | 318 |
| a) Tatsache .....   | 318 |
| b) Keine öffentliche Bekanntheit .....  | 319 |
| c) Kursrelevanz.....  | 320 |
| 3. Zeitpunkt und Modalitäten der Bekanntgabe .....                                | 321 |
| 4. Aufschiebung der Meldung.....  | 323 |
| B. Meldepflichtige Tatsache im Vergleich zur<br>Insiderinformation .....          | 323 |
| 1. Rechtsgrundlage.....   | 323 |
| 2. Tatsache bzw. Information .....  | 324 |
| 3. Keine öffentliche Bekanntheit bzw. Vertraulichkeit.....                        | 325 |
| 4. Kursrelevanz .....   | 325 |
| C. Folgerungen.....   | 326 |
| IV. Fazit .....   | 329 |

|   |     |
|---|-----|
| § 10 Tathandlungen .....  | 332 |
| I. Frühere Rechtslage.....  | 332 |
| A. Ausnützen.....   | 332 |
| B. Einem Dritten zur Kenntnis bringen .....                             | 334 |
| II. Neue Rechtslage.....  | 336 |
| A. Vorbemerkungen .....   | 336 |
| B. Handelsverbot.....   | 338 |
| 1. Erfasste Geschäfte .....   | 339 |
| 2. Tatbestandserfüllung durch Unterlassung? .....                       | 342 |
| a) Unterlassen eigener Effektentransaktionen .....                      | 342 |
| b) Nichteinschreiten gegen Effektentransaktionen<br>anderer .....       | 344 |
| c) Subsidiäre Verantwortlichkeit des Unternehmens .....                 | 344 |
| 3. Ausnützen.....   | 345 |
| a) Ausgangslage.....  | 345 |
| b) Entwicklung im europäischen und deutschen<br>Recht.....              | 346 |
| c) Auslegung im Schweizer Recht.....                                    | 347 |
| 4. Einzelfälle .....  | 351 |
| a) Order, Mitarbeiterprogramme, Erfüllung von<br>Verbindlichkeiten..... | 351 |
| b) Ausführen von Kundenaufträgen.....                                   | 352 |
| c) Market Making .....  | 353 |
| d) Frontrunning .....   | 355 |
| e) Scalping .....   | 357 |
| f) Face-to-face-Geschäfte .....   | 358 |
| g) Ausüben von Bezugsrechten .....                                      | 360 |
| h) Umsetzung eigener Transaktionsentscheide .....                       | 362 |
| aa) Die Parömie „Niemand kann sein eigener<br>Insider sein“ .....       | 362 |
| bb) Safe Harbor Rule in Art. 55f lit. a BEHV .....                      | 363 |
| cc) Dogmatische Begründung.....   | 365 |
| i) Umsetzung bereits gefasster Pläne .....                              | 367 |
| j) Kursstabilisierung.....  | 368 |
| k) Handel mit eigenen Aktien durch die Gesellschaft.....                | 370 |
| C. Mitteilungsverbot .....  | 372 |
| 1. Allgemeines.....   | 372 |
| 2. Keine Erfassung des Zugänglichmachens.....                           | 375 |

|   |            |
|---|------------|
| 3. Zulässige Weitergabe von Insiderinformationen.....                   | 376        |
| D. Empfehlungsverbot .....  | 381        |
| III. Fazit .....  | 384        |
| § 11 Taterfolg .....  | 386        |
| I. Allgemeine Bemerkungen .....   | 386        |
| II. Qualifizierter Tatbestand.....                                      | 387        |
| § 12 Subjektive Tatbestandsmässigkeit .....                             | 390        |
| I. Allgemeine Bemerkungen .....   | 390        |
| II. Vorsatz in Bezug auf die Insiderinformation .....                   | 391        |
| III. Vorsatz in Bezug auf die Erlangung eines<br>Vermögensvorteils..... | 392        |
| IV. Fazit .....   | 393        |
| <b>3. Teil: Zusammenfassung der wichtigsten Erkenntnisse.....</b>       | <b>395</b> |
| I. Grundlagen.....  | 395        |
| II. Täterkreis .....  | 396        |
| III. Insiderpapiere.....  | 397        |
| IV. Insiderinformation.....   | 397        |
| V. Tathandlungen.....   | 399        |
| VI. Taterfolg.....  | 400        |
| VII. Subjektive Tatbestandsmässigkeit.....                              | 400        |