



Christoph B. Bühler / Daniel Häring*

Die selbstgeschaffene Insiderinformation

Transaktionen aufgrund eigener Planung
im Lichte des Insiderhandelsverbots



Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Rechtliche Rahmenbedingungen des Insiderhandelsverbots
 - A. Tatbestandselemente des Art. 161 StGB
 - B. Geschützte Rechtsgüter
- III. Die Parömie «Niemand kann sein eigener Insider sein»
 - A. Herkunft und heutiger Meinungsstand in Lehre und Praxis
 - B. Rechtsvergleich
 1. Rechtslage in der Europäischen Union
 2. Rechtslage in den USA
 - C. Typischer Fallkonstellationen aus der Praxis
 1. Erwerb einer substantiellen Beteiligung über die Börse
 2. Beteiligungserwerb nach durchgeführter Due Diligence
 3. Ausserbörslicher Handel, insbesondere Pakethandel
 4. Handel mit eigenen Aktien durch die Gesellschaft
 5. Kursrelevante Ereignisse ohne Transaktionsbezug?
 - D. Eigene Würdigung und These
- IV. Beurteilung von Art. 44a Abs. 4 E-BEHG 2009 und eigener Vorschlag *de lege ferenda*
- V. Empfehlungen und Orientierungshilfe *de praxi melioranda*

I. Einleitung

Der Tatbestand des «*Ausnützens der Kenntnis vertraulicher Tatsachen*» wurde im Jahre 1987 unter dem Druck der USA mit besonderer Dringlichkeit ins schweizerische Strafgesetzbuch aufgenommen¹. Seither ist die Strafnorm in Art. 161 StGB weitgehend wirkungslos geblieben, und es ist bisher nur in wenigen, relativ unbedeutenden Fällen überhaupt zu rechtskräftigen Ver-

urteilungen gekommen². Diese magere Bilanz dürfte nicht auf ein ausserordentliches Wohlverhalten der Anleger in Bezug auf Schweizer Effekten zurückzuführen sein. Sie hing vor allem mit der in Art. 161 Ziff. 3 StGB verankerten Einschränkung des Anwendungsbereichs auf «eine bevorstehende Emission neuer Beteiligungsrechte, Unternehmensverbindungen oder ähnliche Sachverhalte von vergleichbarer Tragweite» zusammen, die erst im Oktober 2008 aufgehoben wurde³.

Die letzten Jahre haben gezeigt, wie wichtig zeitgemässe und griffige Normen sind, die ein Fehlverhalten am Kapitalmarkt sanktionieren. Aus dem Insiderhandel und anderen marktmissbräuchlichen Verhaltensweisen können Kurse resultieren, die nicht durch ein uneinflusstes Spiel von Angebot und Nachfrage zustande kommen, was wirtschaftlich zu einer Fehlallokation von Ressourcen führen und damit volkswirtschaftlich schaden kann. Vor diesem Hintergrund gelangte die vom Bundesrat eingesetzte *Expertenkommission «Börsendelikte und Marktmissbrauch»* in ihrem Bericht vom 29. Januar 2009 zur Überzeugung, dass Regeln gegen Fehlverhalten am Markt wichtig sind und sich materiell wegen der Internationalität des schweizerischen Finanzplatzes und der generellen Vernetzung der Märkte künftig an internationalen Standards ausrichten sollten. Der Insiderstraftatbestand soll daher namentlich näher an die in der EU geltenden Lösungen herangeführt und

* PD Dr. iur. Christoph B. Bühler, LL.M., Partner bei Bockli Bodmer & Partner, Basel, Privatdozent für Schweizerisches und Internationales Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich. Dr. iur. Daniel Häring, Rechtsanwalt bei Bockli Bodmer & Partner, Basel, Lehrbeauftragter für Strafrecht an der Universität Basel.

¹ Der Insiderstraftatbestand wurde bei seiner Einführung denn auch als «lex americana» bezeichnet: Amtl. Bull. NR 1987, 1370 f., 1373 ff.; vgl. auch PETER BÖCKLI, *Insiderstrafrecht und Verantwortung des Verwaltungsrates*, Zürich 1989, 26; CHRISTOPH PETER, in: Niggli/Wiprächtiger (Hrsg.), *Basler Kommentar Strafgesetzbuch II*, 2. Aufl., Basel 2007, Art. 161 Vor N. 1.; PETER FORSTMOSER, *Wirtschaftsrecht im Wandel, Erfahrungen aus vier Jahrzehnten*, SJZ 104 (2008) 133 ff., 135; CHRISTOPH B. BÜHLER, *Regulierung im Bereich der Corporate Governance*, Habil. Zürich 2009, Rz. 228 f.

² PETER NOBEL, *Schweizerisches Finanzmarktrecht*, 2. Aufl., Bern 2004, § 15 N. 13; SILVAN HÜRLIMANN, *Der Insiderstraftatbestand, Art. 161 StGB de lege lata und de lege ferenda*, GesKR 2006, 308 ff., 308; «Ständerat für griffigere Insiderstrafnorm», in: NZZ Nr. 139 vom 19. Juni 2007, 21. Vgl. für einen Überblick zur Kasuistik STEFAN TRECHSEL/MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, *Schweizerisches Strafgesetzbuch, Praxiskommentar*, Zürich/St. Gallen 2008, Art. 161 N. 32.

³ Das Bundesgericht hat diesbezüglich gar festgestellt, dass eine Strafbarkeitslücke vorliege, es jedoch nicht angehe, diese durch grosszügige Auslegung von Art. 161 Ziff. 3 StGB zu beheben: Urteil des Bundesgerichts 2A.567/2001 vom 15. April 2002, E. 6.5. Vgl. zur Streichung von Ziff. 3 auch Botschaft des Bundesrates zur Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches (Streichung von Art. 161 Ziff. 3 StGB) vom 8. Dezember 2006, BBl 2007 Nr. 4, 442 f.

nicht mehr im Strafgesetzbuch, sondern im Börsengesetz verankert werden⁴.

Zu den gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben, die für die Praxis von besonderer Bedeutung sind, gehört die ausdrückliche regulatorische Erfassung *selbstgeplanter Transaktionen*: In der Schweiz hat die in diesem Zusammenhang von PETER FORSTMOSER geprägte und seither verbreitet herangezogene Parömie, wonach *niemand sein eigener Insider sein könne*⁵, keine ausdrückliche Grundlage im Gesetz. Eine solche findet sich aber in der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie⁶, wonach der Entschluss einer natürlichen oder juristischen Person, eine Beteiligung an einer börsenkotierten Aktiengesellschaft zu erwerben oder zu veräussern, für diese Person explizit keine strafrechtlich relevante Insiderinformation darstellt. Die Expertenkommission schlägt daher vor, aus dem Anwendungsbereich des Insiderstrafatbestandes *de lege ferenda* diejenigen Fälle ausdrücklich auszuschliessen, in denen sich die Insiderinformation allein darin erschöpft, dass der potentielle Täter die Absicht gefasst hat, Transaktionen selbst vorzunehmen oder für sich von einem Dritten vornehmen zu lassen⁷. Dieser Vorschlag der Expertenkommission wird hier zum Anlass genommen, die Tragweite des Grundsatzes «Niemand kann sein eigener Insider sein» einer rechtlichen Beurteilung zu unterziehen.

II. Rechtliche Rahmenbedingungen des Insiderhandelsverbots

A. Tatbestandselemente des Art. 161 StGB

Zunächst sind in aller Knappheit die *Kernelemente des Insiderstrafatbestands* in Erinnerung zu rufen: Nach Art. 161 StGB macht sich strafbar, wer als Mitglied des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung, der Revisionsstelle oder als Beauftragter einer Aktiengesellschaft, als Mitglied einer Behörde oder als Beamter oder als Hilfsperson einer der vorgenannten Personen, sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil verschafft, indem er die Kenntnis einer vertraulichen Tatsache, deren Bekanntwerden den Kurs von in der Schweiz börslich oder vorbörslich gehandelten Aktien, anderen Wert-

schriften oder entsprechenden Bucheffekten der Gesellschaft oder von Optionen auf solche in voraussehbarer Weise erheblich beeinflussen wird, ausnützt oder diese Tatsache einem Dritten zur Kenntnis bringt⁸.

Täter können unternehmensinterne Primärinsider – eine formelle oder faktische Organperson, ein Mitarbeiter oder Berater – sowie unternehmensexterne Hinweisempfänger, sogenannte Sekundärinsider oder Tippees, sein. Bei der ersten Tatbestandsvariante (Art. 161 Ziff. 1, Primärinsider), in der sich nur ein Insider strafbar machen kann, handelt es sich um ein *echtes Sonderdelikt*. Der Tippeatbestand (Art. 161 Ziff. 2, Sekundärinsider) kann demgegenüber von jedermann erfüllt werden und gilt folglich als *gemeines Delikt*⁹. Als Täter des Insideratbestandes kommen nur Personen in Frage, die von der vertraulichen Tatsache zufolge ihrer Vertrauensstellung erfahren haben. Insofern muss zwischen der Insiderstellung und der Kenntniserlangung ein *funktionaler Zusammenhang* bestehen¹⁰.

Die *Tathandlung* setzt voraus, dass der Täter eine vertrauliche Tatsache kennt, die bei ihrem Bekanntwerden voraussichtlich einen Einfluss auf den Kurs von börslich gehandelten Effekten haben wird. Er nutzt diese Kenntnis aus («Ausnützungsdelikt») oder bringt diese Tatsache einem Dritten zur Kenntnis («Ausplauderdelikt»), jeweils um sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil zu verschaffen¹¹.

In subjektiver Hinsicht schliesslich ist nur das *vorsätzliche* Ausnutzen vertraulicher Informationen strafbar¹².

B. Geschützte Rechtsgüter

Für die Auslegung der Insiderstrafnorm hat auch das Verständnis der *geschützten Rechtsgüter* eine grosse

⁴ Vgl. Bericht der EXPERTENKOMMISSION «BÖRSENDELIKTE UND MARKTMISSBRAUCH» vom 29. Januar 2009, insb. 42 ff., 83 ff.; vgl. auch CHRISTOPH B. BÜHLER (FN 1), Rz. 1000a.

⁵ PETER FORSTMOSER, Insiderstrafrecht, SAG 60 (1988), 122 ff., 132.

⁶ Vgl. Erwägungsgründe Nr. 29 und 30 der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EG Nr. L 96 vom 12. April 2003, 16 ff.

⁷ Vgl. Bericht der EXPERTENKOMMISSION «BÖRSENDELIKTE UND MARKTMISSBRAUCH» (FN 4), 42, 48/49, sowie Anhang 7 mit einem Entwurf zur Regelung des Insiderstrafatbestandes in Art. 44a E-BEHG.

⁸ Vgl. zu den allgemeinen Tatbestandsvoraussetzungen des Art. 161 StGB ANDREAS DONATSCH, Strafrecht III, Delikte gegen den Einzelnen, 9. Aufl., Zürich 2008, 305 ff.; CHRISTOPH PETER (FN 1), Art. 161 N. 25 ff.; GÜNTER STRATENWERTH/GUIDO JENNY, Schweizerisches Strafrecht, BT I, 6. Aufl., Bern 2003, § 21 N. 4 ff.

⁹ Vgl. zur Täterqualifikation insbesondere BGE 119 IV 38, 41; NIKLAUS SCHMID, Schweizerisches Insiderstrafrecht, Bern 1988, § 6 N. 80; PETER BÖCKLI (FN 1), 35 ff.

¹⁰ ANDREAS DONATSCH (FN 8), 306; DANIELA KOENIG, Das Verbot von Insiderhandel, Diss. Zürich 2006, 126; GÜNTER STRATENWERTH/GUIDO JENNY (FN 8), § 21 N. 15.

¹¹ PETER BÖCKLI (FN 1), 70 ff.; SILVAN HÜRLIMANN, Der Insiderstrafatbestand, Diss. Zürich 2005, 92 f.

¹² Nach Auffassung von NIKLAUS SCHMID (FN 9), § 11 N. 282, genügt im Ergebnis Eventualdolus. Ein Teil der Lehre verlangt dagegen direkte Absicht: so etwa PETER BÖCKLI (FN 1), 75 ff.; GÜNTER STRATENWERTH/GUIDO JENNY (FN 8), § 21 N. 17 und N. 22 f. Direkte Absicht ist nach überwiegender Lehre auf jeden Fall bei den Tatbestandselementen des genügend klaren und sicheren Wissens um die vertrauliche Tatsache, um deren Kursrelevanz sowie in Bezug auf die Erlangung eines Vermögensvorteils gefordert: so etwa ausdrücklich GÜNTER STRATENWERTH/GUIDO JENNY (FN 8), § 21 N. 17 und CHRISTOPH PETER (FN 1), Art. 161 N. 33, m.w.H.

Bedeutung. Die Ausgangslage ist mit derjenigen eines freien Wettbewerbs vergleichbar: «gewinnen soll der Tüchtigste, der geschickteste Beobachter des Marktes, nicht derjenige, der kraft Sonderwissens gar nicht «mitspielt», sondern quasi risikofrei «absahnt» oder seine entwerteten Papiere an Ahnungslose abstösst»¹³. Hinter der Insidernorm steht ein *Gemenge* aus mindestens vier Gedanken¹⁴:

- (i) der Schutz eines jeden beliebigen Börsenteilnehmers, also der *anonymen Marktgegenseite*, gegen heimlich ihren Vorteil wahrnehmende Insider; d.h. die Gewährleistung der *Chancengleichheit der Anleger*;
- (ii) die *Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes*. Nach der sogenannten «*efficient capital market hypothesis*» beeinträchtigt der Insiderhandel die Leistungsfähigkeit des Kapitalmarktes. Die Theorie geht von der Annahme aus, dass die Aktienkurse einer Gesellschaft zu jedem Zeitpunkt sämtliche verfügbaren Informationen über diese Gesellschaft widerspiegeln. Machen nun Insider bestimmte Informationen, die nicht öffentlich zugänglich sind, zur Grundlage von Aktienkäufen und -verkäufen, findet Handel zu Kursen statt, in denen sich nicht sämtliche Informationen widerspiegeln. Die «Insider» profitieren also auf Kosten der «Outsider» vom Informationsdefizit¹⁵;
- (iii) der Schutz des *guten Rufs des Finanzplatzes*;
- (iv) der Schutz des *Unternehmens* gegen Missbräuche seiner Organe bzw. der Schutz des Treueverhältnisses zwischen dem Insider und dem Unternehmen.

Mit dem überwiegenden Teil der Lehre¹⁶ und der Praxis des Bundesgerichts¹⁷ ist dafür zu halten, dass diesen Rechtsgütern ein *eigenständiger* Schutz zugesprochen werden muss. Der von einer Mindermeinung¹⁸ verfochtene *kumulative* Rechtsgüterschutz würde die *Verletzung der Treuepflicht* zu einem zusätzlichen Tat-

bestandsmerkmal erheben. Dafür lassen jedoch weder der Wortlaut von Art. 161 StGB noch das strafrechtliche Bestimmtheitsgebot Raum. Im Gegenteil: Zum gesetzlich definierten Täterkreis gehören ausdrücklich auch Personen, die *keine «Treuepflicht»* gegenüber der Gesellschaft haben, wie die Mitglieder einer Behörde und Beamte¹⁹. Auch die Materialien zur Entstehungsgeschichte der Norm sprechen gegen die Treuepflichtverletzung als Tatbestandsmerkmal²⁰.

Aus dem erwähnten Katalog der geschützten Rechtsgüter wird nicht dem Individualschutz, sondern dem Schutz der *Chancengleichheit* der anonymen Teilnehmer am Effektenhandel *vorrangige Bedeutung* zugemessen²¹. Es geht bei der Insiderstrafnorm vor allem darum, den namenlosen, beliebigen Marktteilnehmer davor zu schützen, dass seine ebenfalls anonyme Marktgegenseite als Trägerin vertraulichen Sonderwissens ihm gegenüber einen Vermögensvorteil erzielt. Das Insiderstrafrecht dient damit in erster Linie der *Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes* und ist daher im Grunde Teil des Kapitalmarktrechtes. Es ist insoweit auch sachgerecht, dass die *Expertenkommission «Börsendelikte und Marktmissbrauch»* vorschlägt, das Insiderhandelsverbot künftig nicht mehr im Strafgesetzbuch, sondern im Börsengesetz zu verankern²².

III. Die Parömie «Niemand kann sein eigener Insider sein»

A. Herkunft und heutiger Meinungsstand in Lehre und Praxis

Bei der Einführung des Insidertatbestandes im Jahr 1987 wurde die Befürchtung geäußert, dass die neue Insiderstrafnorm es künftig nicht mehr erlaube, auf dem Markt «heimlich» eine Aktienminorität aufzukaufen; sie verunmögliche mithin Übernahmeversuche und vereitle damit Kursgewinne, die Publikumsaktionäre

¹³ STEFAN TRECHSEL/MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL (FN 2), Art. 161 N. 2.

¹⁴ PETER BÖCKLI (FN 1), 27 f.; GÜNTER STRATENWERTH/GUIDO JENNY (FN 8), § 21 N. 2; CHRISTOPH PETER (FN 1), Art. 161 N. 10 f.; vgl. auch Urteil des Bundesgerichts 1A.110/2002 vom 26. November 2002, E. 4.4; BGE 118 Ib 448, 456.

¹⁵ HANNO MERKT/STEPHAN R. GÖTHEL, US-amerikanisches Gesellschaftsrecht, 2. Aufl., Frankfurt am Main 2006, N. 962; CARYN L. BECK-DUDLEY/ALAN A. STEPHENS, The Efficient Market Theory and Insider Trading: Are We Headed in the Right Direction?, American Business Law Journal 27 (1989), 441 ff.

¹⁶ Vgl. etwa DANIELA KOENIG (FN 10), 91 ff.; MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, Der Aktionär als Insider am Tatort Börse?, Zürich 2003, 19 ff., beide jeweils m.w.H.

¹⁷ Ausdrücklich BGE 118 Ib 448, 456, und zumindest implizit auch BGE 118 Ib 547, 558 = Pra 82/1993, Nr. 150, 586; vgl. zu den geschützten Rechtsgütern auch das Urteil des Bundesgerichts 1A.110/2002 vom 26. November 2002, E. 4.4.

¹⁸ CHRISTOPH PETER (FN 1), Art. 161 N. 12; SILVAN HÜRLIMANN (FN 11), 20.

¹⁹ DANIELA KOENIG (FN 10), 93; CHRISTOPH PETER (FN 1), Art. 161 N. 14.

²⁰ Der Bundesrat ging in seiner BOTSCHAFT über die Änderung des Schweizerischen Strafbuchgesetzes (Insidergeschäfte) vom 1. Mai 1985, BBl 1985 II, 71, 84, explizit davon aus, dass eine Strafbarkeit auch dann möglich ist, wenn keine besondere Vertrauensstellung missbraucht wird (gilt namentlich in Bezug auf die Strafbarkeit des Tippnehmers).

²¹ PETER BÖCKLI (FN 1), 25 ff., insb. 29; SILVAN HÜRLIMANN (FN 2), 310; DANIELA KOENIG (FN 10), 85, m.w.N.; JOSÉ HURTADO, Der Missbrauch von Insider-Informationen im schweizerischen Strafbuchgesetz, in: Madrid-Symposium für Klaus Tiedemann, Köln et al. 1994, 407 ff., 413; PETER NOBEL (FN 2), § 15 N. 6; auch das Bundesgericht geht davon aus, dass der Chancengleichheit der Anleger gegenüber den anderen Rechtsgütern der Vorrang einzuräumen ist: vgl. namentlich BGE 118 Ib 547, 558 = Pra 82/1993, Nr. 150, 586.

²² Bericht der EXPERTENKOMMISSION «BÖRSENDELİKTE UND MARKTMISSBRAUCH» (FN 4), insb. 42 ff., 83 ff.

bei solchen Versuchen regelmässig erzielen könnten. Die neue Strafnorm sei damit «härter als jede Vinkulierung». PETER FORSTMOSER entgegnete diesen Befürchtungen, dass der Insidertatbestand ein *echtes Sonderdelikt* darstelle, welches nur die in Art. 161 StGB genannten Personen erfasse. Der «Raider» gehöre nicht zum Kreis der echten Insider der Zielgesellschaft und sei auch nicht Tippee, denn er werde lediglich aufgrund seiner eigenen Überlegungen aktiv. Oder eben einfacher ausgedrückt: *Niemand könne sein eigener Insider sein*²³. Der eigene Plan und dessen Umsetzung soll mit anderen Worten für die Person, die ihn gefasst hat, keine Insiderinformation darstellen. Dies gilt auch für die Organe der Gesellschaft oder ihre Hilfspersonen, die den Willen der Gesellschaft ausführen bzw. die Gesellschaft selber verkörpern und vertreten; sie handeln insoweit ebenfalls nicht als Insider²⁴.

Die Forstmosersche Parömie ist sehr einprägsam – wenn ein Schweizer Manager etwas über den Insidertatbestand weiss, dann ist es dieser Satz –; sie hat jedoch – wie bereits erwähnt – *keine ausdrückliche Grundlage im Gesetz*. Der Grundgedanke, wonach der Transaktionsplan einer Person für diese selbst keine Insidertatsache darstellen kann, findet sich immerhin in Art. 54 Abs. 1 des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange: demgemäss gilt eine Ausnahme von der Pflicht der Gesellschaft, das Publikum zur Vermeidung heimlicher Insidergeschäfte unverzüglich über ein kursrelevantes Ereignis zu informieren, wenn das kursrelevante Ereignis auf einem *Plan des Emittenten selbst beruht*. In diesem Fall kann die Gesellschaft – soweit auch die übrigen Voraussetzungen erfüllt sind²⁵ – die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache aufschieben²⁶. Damit soll im Interesse der Funktionsfähigkeit der Unternehmung eine ungehinderte interne Entscheidungsfindung und Planung ermöglicht werden²⁷.

Das *Bundesgericht* hat die Parömie in einem jüngeren Entscheid zwar ausdrücklich verwendet und damit deren Existenz und Geltung im schweizerischen Recht zumindest implizit *bestätigt*²⁸, doch sind – soweit ersichtlich – bisher keine höchstrichterlichen Entscheide

ergangen, die sich mit der Geltung und Tragweite dieses Grundsatzes ausführlich auseinandergesetzt haben²⁹.

Ein beachtlicher Teil der *Lehre* geht davon aus, dass der Entscheid einer Person, eine Transaktion vorzunehmen, für diese Person grundsätzlich keine Insidertatsache darstelle, zumal ein solcher Entscheid notwendigerweise jeder Transaktion vorausgehe und es auch nicht dem Zweck der Insidernorm entspreche, Kapitalmarkttransaktionen praktisch zu verhindern: PETER BÖCKLI meint, es wäre geradezu grotesk, wenn man den Aktienaufkauf in der Durchführung des eigenen Übernahmepans in der Schweiz für strafbar erklären würde³⁰. Der Insidertatbestand – so MARTIN SCHUBARTH und PETER ALBRECHT – bezwecke nicht, die Übernahme anderer Gesellschaften zu verhindern³¹. CHRISTOPH PETER sieht die Begründung darin, dass bei Effektttransaktionen aufgrund eigener Planung im Regelfall *kein Vertrauensmissbrauch zulasten des Unternehmens* erfolge³².

Es wird jedoch auch davon gewarnt, von vornherein jede selbst geschaffene Tatsache vom Begriff der Insiderinformation auszuklammern. Gesellschaftsinsider würden nämlich regelmässig Tatsachen schaffen, deren Ausnutzung gerade *nicht zulässig* sein soll. Zu denken ist etwa an den Verwaltungsratspräsidenten, der sich entschlossen hat, von seinem Amt zurückzutreten, oder an die angestellte Forscherin, die eine bahnbrechende neue Erfindung macht³³. Die Lehre scheint sich letztlich nur in einem Punkt weitgehend einig zu sein: Der genaue *Verlauf der Grenzlinie* des Geltungsbereichs der eingängigen Kurzformel «Niemand kann sein eigener Insider sein» ist *de lege lata* nicht abschliessend geklärt³⁴.

B. Rechtsvergleich

1. Rechtslage in der Europäischen Union

In der *Europäischen Union* stellt der Entschluss einer natürlichen oder juristischen Person, Effekten zu erwerben oder zu veräussern, für diese Person ausdrücklich keine Insiderinformation dar. Den Erwägungsgründen zur EG-Marktmissbrauchsrichtlinie ist folgender Satz zu entnehmen:

²³ PETER FORSTMOSER (FN 5), 132 und DERSELBE, Das neue Schweizerische Insider-Recht, Publikation der Bank Vontobel, Zürich 1988, 23.

²⁴ DANIELA KOENIG (FN 10), 215; CHRISTOPH PETER, Aspekte der Insiderstrafnorm, Diss. Zürich 1991, 14/15.

²⁵ Vgl. Kommentar der SIX zur Ad hoc-Publizitäts-Richtlinie vom 1. Mai 2005, Rz. 16 N. 1 ff.

²⁶ Vgl. PETER NOBEL (FN 2), § 15 N. 9 und CHRISTOPH B. BÜHLER (FN 1), Rz. 1146.

²⁷ Vgl. BALTHASAR STÜCKELBERGER, Unternehmensinformation und Recht: eine Übersicht, Diss. Zürich 2004, 142; LARISSA MAROLDA MARTINEZ, Information der Aktionäre nach schweizerischem Aktien- und Kapitalmarktrecht, Diss. Zürich 2006, 324; CHRISTOPH B. BÜHLER (FN 1), Rz. 1146.

²⁸ Urteil des Bundesgerichts 1A.110/2002 vom 26. November 2002, E. 4.4.

²⁹ Vgl. aber immerhin Urteil des Bundesgerichts 1A.110/2002 vom 26. November 2002, E. 4.4. und bereits BGE 118 Ib 448, 456.

³⁰ PETER BÖCKLI, Schweizer Insiderrecht und Banken, AJP 1993, 769 ff., 776.

³¹ MARTIN SCHUBARTH/PETER ALBRECHT, Kommentar zum schweizerischen Strafrecht, Schweizerisches Strafgesetzbuch Besonderer Teil, 2. Band: Delikte gegen das Vermögen, Art. 137–172, Bern 1990, Art. 161 N. 44 f.

³² CHRISTOPH PETER (FN 1), Art. 161 N. 12.

³³ Vgl. DANIELA KOENIG (FN 10), 212.

³⁴ Vgl. PETER NOBEL (FN 2), § 15 N. 12; DANIELA KOENIG (FN 10), 210, m.w.H.

«Da dem Erwerb oder der Veräußerung von Finanzinstrumenten notwendigerweise eine entsprechende Entscheidung der Person vorausgehen muss, die erwirbt bzw. veräußert, sollte die Tatsache dieses Erwerbs oder dieser Veräußerung als solche nicht als Verwendung von Insider-Information gelten.»³⁵

Die Verwendung einer Insiderinformation bei einem öffentlichen Übernahmeangebot mit dem Ziel, die Kontrolle über dieses Unternehmen zu erwerben oder einen Zusammenschluss mit ihm vorzuschlagen, gilt nach den Erwägungsgründen der Richtlinie somit ausdrücklich nicht als Insidergeschäft³⁶.

2. Rechtslage in den USA

Auch in den USA fällt die Umsetzung eigener Pläne zum Erwerb oder zur Veräußerung von Effekten nicht in den Anwendungsbereich des Insiderverbots, solange diese Pläne nicht aufgrund der Kenntnis von Insiderinformationen aufgestellt wurden³⁷. Die Anlageentscheidung eines Investors gilt für diesen selbst nicht als Insiderinformation, obwohl sie ebenfalls nichtöffentlich ist und einen erheblichen Einfluss auf den Börsenkurs haben kann³⁸. Demgemäß ist das vor allem im Securities Exchange Act 1934³⁹ statuierte Insiderhandelsverbot, namentlich die in Rule 10b-5 und Rule 14e-3 der Securities and Exchange Commission näher präzisierende sogenannte «disclose or abstain»-Regel, auf die Bietersgesellschaft und die in deren Auftrag handelnden Personen insoweit nicht anwendbar⁴⁰.

³⁵ Erwägungsgrund Nr. 30 der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie 2003.

³⁶ Erwägungsgründe Nr. 29 und 30 EG-Marktmissbrauchsrichtlinie 2003. Beinahe gleichlautend war bereits der entsprechende Wortlaut der EG-Richtlinie 89/592 vom 13. November 1989 des Europäischen Rates, welche durch die EG-Marktmissbrauchsrichtlinie 2003 ersetzt wurde. Im Einklang mit den gemeinschaftsrechtlichen Vorgaben geht auch die deutsche Lehre davon aus, dass die Tatsache des geplanten Anteilerwerbs eine vom Erwerber selbst geschaffene Insiderinformation darstelle und diesen nicht daran hindere, in Umsetzung dieser Tatsache die Aktien der Zielgesellschaft zu erwerben: vgl. statt vieler HEINZ-DIETER ASSMANN, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), Kommentar zum Wertpapierhandelsgesetz, 5. Aufl., Köln 2009, § 14 N. 45; TIM OLIVER BRANDI/RAINER SÜSSMANN, Neue Insiderregeln und Ad-hoc-Publizität – Folgen für Ablauf und Gestaltung von M&A-Transaktionen, AG 49 (2004), 642 ff., 644.

³⁷ Rule 10b-5 (c) (1)(i) zu Section 10(b) SEA 1934: «Subject to paragraph (c)(1)(ii) of this section, a person's purchase or sale is not on the basis of material nonpublic information if the person making the purchase or sale demonstrates that: (A) before becoming aware of the information, the person had: ... (3) adopted a written plan for trading securities ...».

³⁸ Vgl. DANIELA KOENIG (FN 10), 211; VICTOR BRUDNEY, Insiders, Outsiders, and Informational Advantages under the Federal Securities Laws, 93 Harvard Law Review 322 (1979), 361 ff.; STEPHEN M. BAINBRIDGE, Securities Law, Insider Trading, New York 1999, 118 ff.; HANNO MERKT/STEPHAN R. GÖTHEL (FN 15), 981 ff. jeweils mit Hinweisen auf die einschlägige Praxis.

³⁹ Vgl. insbesondere Section 10(b), 16(b), 20A, 21A(e) des Securities Exchange Act 1934.

⁴⁰ Vgl. zum US-Recht ausführlich und mit weiteren Nachweisen MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL (FN 16), 8 ff.; DANIELA KOENIG

C. Typischer Fallkonstellationen aus der Praxis

Die Parömie «Niemand kann sein eigener Insider sein» erhält schärfere Konturen, wenn sie im konkreten Kontext von typischen Fallkonstellationen näher beleuchtet wird:

1. Erwerb einer substanziellen Beteiligung über die Börse

Der Investor, der gestützt auf seinen eigenen Transaktionsplan im Vorfeld einer Übernahme eine substanzielle Beteiligung an der Börse erwirbt, hat zwar einen Wissensvorsprung in Bezug auf die geplante potenziell kursrelevante Tatsache und ist damit im Grunde ein originärer Träger einer Insiderinformation. Er erfüllt jedoch weder die Sondereigenschaft eines *Primärinsiders* im Sinne des in Art. 161 Ziff. 1 StGB definierten Täterkreises, noch ist er Sekundärinsider im Sinne von Ziff. 2. Er ist somit als *Outsider* zu qualifizieren⁴¹ und bereits aus diesem Grund vom Anwendungsbereich der Insiderstrafnorm ausgeschlossen.

Die Insiderstrafnorm basiert auf dem Grundgedanken, dass ein privilegierter Zugang zu vertraulichen Informationen ein Verwertungsverbot begründet⁴². Hier geht es aber nicht um den Zugang zu vertraulichen Fremdinformationen; die kursrelevanten Tatsachen sind vielmehr *selbstgeschaffen*. Solange der Transaktionsentschluss des Investors nicht auf *fremdgeschaffenen* oder *anderen* Insiderinformationen beruht, die *ausserhalb seiner eigenen Transaktionsüberlegungen* liegen, hält sich der Investor *nicht* zu Lasten eines Anderen eine ungerechtfertigte Begünstigung zu. Er soll daher seine *selbsterzeugte* Insiderinformation auch für sich selbst ausnützen können⁴³. Ein Abgrenzungsmerkmal für den Anwendungsbereich der Forstmoserschen Parömie ist damit in der Unterscheidung zwischen *selbst- und fremdgeschaffener Information* zu erkennen.

2. Beteiligungserwerb nach durchgeführter Due Diligence

In der Praxis entscheidet ein Investor in der Regel nicht allein aufgrund seines eigenen, selbstgeschaffenen Plans über den Erwerb einer substanziellen Beteiligung, sondern vielmehr erst nach einer beim Zielunternehmen durchgeführten sorgfältigen Informationsbeschaffung

(FN 10), 47 ff., 61 ff., 211; CHRISTOPH PETER (FN 1), Art. 161 N. 7; HANNO MERKT/STEPHAN R. GÖTHEL (FN 15), N. 960 ff.

⁴¹ PETER BÖCKLI (FN 1), 96; SILVAN HÜRLIMANN (FN 11), 128.

⁴² GÜNTER STRATENWERTH/GUIDO JENNY (FN 8), § 21 N. 14.

⁴³ In diesem Sinne auch PETER BÖCKLI (FN 30), 776; DANIELA KOENIG (FN 10), 210 ff., insb. 215; CHRISTOPH PETER (FN 1), Art. 161 N. 12; STEFAN TRECHSEL/MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL (FN 2), Art. 161 N. 19; MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL (FN 16), 36 ff. Ebenso Bericht der EXPERTENKOMMISSION «BÖRSENDELİKTE UND MARKTMISSBRAUCH» (FN 4), 48 f.

im Rahmen einer *Due Diligence*⁴⁴. In diesem Fall stellt sich in der Regel die Frage der Strafbarkeit des Aufkäufer unter der «Tippee»-Bestimmung des Art. 161 Ziff. 2 StGB. Wird der Aufkäufer im Zuge einer Transaktion *in eine Vertrauensstellung einbezogen* oder muss ihm aufgrund der tatsächlichen Gegebenheiten eine *faktische Organstellung* zuerkannt werden, fällt er als *Sekundärinsider* in den Anwendungsbereich der Insiderstrafnorm. Dies muss insbesondere gelten, wenn der Aufkäufer in eine Geheimhaltungsvereinbarung eingebunden wird, da er dann in einer noch intensiveren Beziehung zur Zielgesellschaft steht als die im Gesetz ebenfalls als echte Insider erfassten Berater und Hilfspersonen⁴⁵.

Hat der Kaufinteressent im Rahmen einer *Due Diligence* Insiderinformationen erlangt, kann er diese auf verschiedene Weise auswerten, jeweils mit unterschiedlicher Auswirkung auf die Strafbarkeit:

- (i) Die Informationen *ändern nichts an seinem Kaufentschluss*; der Investor wird allenfalls *in seinem Entschluss bestärkt* und setzt seinen ursprünglichen Plan ohne Anpassung um. In einem solchen Fall dürfte der Investor nicht gegen das Insiderverbot verstossen, sofern er weder in *zeitlicher* noch in *materieller* Hinsicht von seinem vorgefassten Plan abweicht. Wird nur der ursprüngliche – eventuell im Rahmen eines «Letter of Intent» bereits dokumentierte – Kaufentschluss umgesetzt, ist die Information nachweisbar nicht ursächlich für die Transaktion⁴⁶.
- (ii) Die Informationen führen dazu, dass der *ursprüngliche Plan angepasst* wird, und z.B. Effekten unter Verwendung von Informationen aus der *Due Diligence* früher oder später bzw. zusätzliche Effekten gegenüber dem ursprünglichen Plan erworben werden. Hier schützt die Parömie nicht mehr; ein solches Vorgehen ist vielmehr tatbestandsmässig⁴⁷, denn die Tathandlung stützt sich nicht nur auf selbstgeschaffene, sondern auch auf *fremdgeschaffene*, aus der *Due Diligence* erlangte Informationen.

⁴⁴ Vgl. DANIELA KOENIG (FN 10), 213 sowie konkret zu den insiderrechtlichen Aspekten einer *Due Diligence* MARTIN LANZ/MICHAEL GRUBER, *Due Diligence* bei öffentlichen Übernahmeangeboten, GesKR 2007, 288 ff., insb. 290 ff.

⁴⁵ Vgl. PETER BÖCKLI/CHRISTOPH BÜHLER, Vorabinformationen an Grossaktionäre: Möglichkeit und Grenzen nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, SZW 77 (2005), 101 ff., 121; SILVAN HÜR-LIMANN (FN 11), 129; PETER BÖCKLI (FN 1), 98.

⁴⁶ DANIELA KOENIG (FN 10), 213; sowie (für Deutschland) CHRISTIAN CASCANTE/CORNELIA TOPF, «Auf leisen Sohlen»? – Stakebuilding bei der börsennotierten AG, AG 54 (2009), 53 ff., 56; HEINZ-DIETER ASSMANN (FN 36), § 14 N. 45; TIM OLIVER BRANDI/RAINER SÜSSMANN (Fn. 36), 644/45.

⁴⁷ In diesem Sinne auch der Bericht der EXPERTENKOMMISSION «BÖRSENDELIKTE UND MARKTMISSBRAUCH» (FN 4), 48 f.; vgl. auch (für Deutschland) HEINZ-DIETER ASSMANN (FN 36), § 14 N. 45; TIM OLIVER BRANDI/RAINER SÜSSMANN (FN 36), 646; CHRISTIAN CASCANTE/CORNELIA TOPF (FN 46), 56.

Der ursprüngliche Transaktionsplan wird insoweit *nicht plankonform umgesetzt*⁴⁸.

- (iii) Tatbestandsmässig ist nach denselben Überlegungen auch der Fall, in dem der Kaufinteressent aufgrund eines *negativen Ergebnisses* der *Due Diligence* bereits gehaltene Effekten *abstösst* und er durch diesen «rechtzeitigen» Verkauf einen Verlust vermeidet. Der Insiderhandel ist als Vermögensdelikt vollendet, wenn das Vermögen des Täters (oder gegebenenfalls eines anderen) durch einen wirtschaftlich greifbaren Vermögensvorteil – Vermögensgewinn oder auch vermiedenen Vermögensverlust – im Vergleich zur Situation ohne die Transaktion besser dasteht.
- (iv) Nimmt der potenzielle Erwerber hingegen durch das negative Ergebnis der *Due Diligence* vom geplanten Beteiligungserwerb *gänzlich Abstand*, ohne dass daraus irgendeine Transaktion folgt (Kauf oder Verkauf von Effekten), führen die fremdgeschaffenen Tatsachen bzw. das Insiderwissen nicht zu einem direkten Vermögensvorteil – es wird lediglich ein geplanter Vermögensnachteil nicht realisiert. Dieses Verhalten ist unter insiderrechtlichen Gesichtspunkten irrelevant und bleibt daher straflos⁴⁹.

Die Analyse dieser Fallgruppen macht deutlich, dass zur Vermeidung der Insiderstrafbarkeit stets nur die *selbstgeschaffene* Information ausgenutzt werden darf. Sobald *fremdgeschaffene* Informationen während der Transaktionsphase hinzutreten, dürfen diese den Täter in seinem vorgefassten Kaufs- bzw. Verkaufsentscheid nicht beeinflussen. Der Täter bewegt sich nur insoweit innerhalb des Schutzbereichs der Parömie als er seinen Transaktionsentscheid sowohl in zeitlicher wie auch in materieller Hinsicht *plankonform* umsetzt.

3. Ausserbörslicher Handel, insbesondere Pakethandel

Die Tathandlung des Ausnützens fremdgeschaffener kursrelevanter Tatsachen ist nicht auf den anonymen Handel mit Effekten an einer Börse beschränkt. Auch bei einem sogenannten «*Face-to-Face-Geschäft*», wie

⁴⁸ Im Ergebnis auch DANIELA KOENIG (FN 10), 213; sowie (für Deutschland) CHRISTIAN CASCANTE/CORNELIA TOPF (FN 46), 55 f.

⁴⁹ Dies entspricht dem Grundsatz, dass Art. 161 StGB grundsätzlich *nicht durch Unterlassen* gegangen werden kann (vgl. ANDREAS DONATSCH [FN 8], 310). Ein Insider soll nicht verpflichtet sein, zur Vermeidung von Straffolgen nach Art. 161 StGB eine verlustbringende Effekentransaktion aktiv vorzunehmen. So besteht z.B. keine Pflicht zur Ausübung eines Optionsrechts nach Kenntniserlangung einer negativen Insiderinformation. Vgl. dazu DANIELA KOENIG (FN 10), 193 f.; CHRISTOPH PETER (FN 1), Art. 161 N. 32; (für Deutschland) HEINZ-DIETER ASSMANN (FN 36), § 14 N. 45; CHRISTIAN CASCANTE/CORNELIA TOPF (FN 46), 57.

z.B. einem *Pakethandel* gestützt auf einen privat ausgehandelten Vertrag *ausserhalb der Börse*, kann Art. 161 StGB zur Anwendung gelangen, solange die gehandelten Effekten börsenkotiert sind⁵⁰.

Bei einem Pakethandel verfügen zwar in der Regel beide Parteien über denselben Wissensstand, so dass keine Partei gegenüber der anderen einen kursrelevanten Informationsvorsprung *auszunützen* scheint⁵¹. Dies dürfte jedoch nur insoweit zutreffen, als beide Parteien lediglich aufgrund ihrer selbstgeschaffenen Informationen handeln und ihre darauf basierenden Transaktionsentscheide plankonform umsetzen. In diesem Spezialfall ist das durch Art. 161 StGB geschützte Vertrauen des Marktteilnehmers in die Funktionsfähigkeit des organisierten Kapitalmarkts nicht tangiert. Es liegt durchaus im Interesse einer Publikumsgesellschaft, dass Grossaktionäre die Möglichkeit haben, ihr Aktienpaket als solches zu marktgerechten Preisen zu veräussern. Es wäre auch nicht im Sinne der Minderheitsaktionäre, wenn ein Inhaber eines Aktienpaketes gezwungen wäre, seine Aktien über den Markt zu verkaufen, weil damit negative Kurseffekte verbunden sein könnten⁵².

Es wäre jedoch verfehlt, daraus zu schliessen, dass der ausserbörsliche Handel unter insiderstrafrechtlichen Aspekten völlig unbedenklich ist. Werden im Rahmen eines Pakethandels mit börsenkotierten Effekten selektiv Informationen vermittelt, und wird dieser Wissensvorsprung gegenüber der Allgemeinheit ausgenutzt, so ist nach der hier vertretenen Auffassung eben auch die *Chancengleichheit der Anleger* als ein *eigenständig* und *vorrangig* geschütztes Rechtsgut tangiert. Sobald die Parteien aufgrund von selektiv vermittelten, fremdgeschaffenen Informationen von ihrem ursprünglichen Plan in zeitlicher oder materieller Hinsicht abweichen, sich also nicht mehr *plankonform* verhalten, sondern die fremdgeschaffenen Informationen in einen neuen Transaktionsplan einfließen lassen, liegt ein Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot vor⁵³. In der Regel ist in solchen Fällen der Grat zwischen straflosem und strafbarem Verhalten äusserst schmal.

4. Handel mit eigenen Aktien durch die Gesellschaft

In der Praxis stellt sich schliesslich auch die Frage, ob das Insiderhandelsverbot bei Transaktionen der *Ge-*

sellschaft mit eigenen Effekten verletzt wird. Hierzu ist vorab festzuhalten, dass die Gesellschaft selber – ausserhalb des Anwendungsbereichs von Art. 102 StGB⁵⁴ – gar nicht deliktstfähig ist und nicht zu dem vom Sonderdelikt umschriebenen Täterkreis gehört. Als Insider kommen somit von vornherein nur die an der Transaktion beteiligten Organpersonen in Betracht⁵⁵. Diese bleiben jedoch nicht in jedem Fall straflos, wenn sie auf Rechnung der Gesellschaft mit eigenen Effekten handeln. Auch die Gesellschaft muss grundsätzlich bei Transaktionen mit eigenen Effekten Art. 161 StGB beachten⁵⁶.

Gegen die Strafbarkeit der Organe bei der Transaktion mit eigenen Effekten wird teilweise vorgebracht, das einzelne Verwaltungsratsmitglied trage zwar zum Erwerb eigener Aktien bei, wenn es dem entsprechenden Verwaltungsratsbeschluss zustimme; ohne die Willensbildung des gesamten Organs bleibe sein Beitrag jedoch ohne Wirkung⁵⁷. Mit diesem Argument wird die Tatherrschaft und/oder Kausalität des einzelnen Verwaltungsratsmitglieds verneint. Dabei wird jedoch übersehen, dass bei der *Mittäterschaft* nicht verlangt wird, dass jedem einzelnen Mittäter alleinige Tatherrschaft zukommt, vielmehr üben die Mittäter die Tatherrschaft in arbeitsteiligem Zusammenwirken *gemeinsam* aus, womit es ausreicht, dass das Kollektiv – und nicht der jeweilige Einzelbeitrag – kausal für den Taterfolg ist⁵⁸.

In der Lehre wird sodann vereinzelt dafür gehalten, dass die Strafbarkeit auf die *eigenennützige* Verwendung von Insiderinformationen durch die Organperson zu begrenzen sei⁵⁹. Zur Begründung wird angeführt, bei einem Handel in eigenen Aktien im Interesse der Gesellschaft verletze das Organmitglied seine *Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft* nicht⁶⁰. Dem Gesetzeswortlaut lässt sich jedoch keine derartige Einschränkung des Anwendungsbereichs von Art. 161 StGB entnehmen. Im Gegenteil: Das Gesetz stellt ausdrücklich auch denjenigen unter Strafe, der «*einem anderen*» einen Vermö-

⁵⁴ Vgl. zur Anwendbarkeit der subsidiären Haftung des Unternehmens gemäss Art. 102 StGB bei Insiderdelikten CHRISTOPH PETER (FN 1), Art. 161 N. 17, m.w.H.

⁵⁵ So bereits PETER FORSTMOSER (FN 5), 132; ebenso GOTTLIEB ANDREA KELLER, Die Insider-Strafnorm und der Erwerb eigener Aktien, SAG 58 (1986), 33 ff., 34 f.

⁵⁶ DANIELA KOENIG (FN 10), 215; STEFAN TRECHSEL/MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL (FN 2), Art. 161 N. 19; auch in Deutschland ist der Erwerb eigener Aktien bei Kenntnis von positiven Insiderfakten grundsätzlich verboten: HEINZ-DIETER ASSMANN (FN 36), § 14 N. 37, 40; TIM OLIVER BRANDI/RAINER SÜSSMANN (FN 36), 643.

⁵⁷ So etwa GOTTLIEB ANDREA KELLER (FN 55), 35 ff. und PETER FORSTMOSER (FN 5), 132.

⁵⁸ DANIEL HÄRING, Die Mittäterschaft beim Fahrlässigkeitsdelikt, Diss. Basel 2005, 135 ff., 138 ff.; vgl. auch DANIELA KOENIG (FN 10), 214.

⁵⁹ PETER FORSTMOSER (FN 5), 132; so führen auch GÜNTER STRATENWERTH/GUIDO JENNY aus, dass der Sinn der Bestimmung primär den «privatnützigen» Vorteil verbiete – GÜNTER STRATENWERTH/GUIDO JENNY (FN 8), § 21 N. 19.

⁶⁰ In diesem Sinne wohl CHRISTOPH PETER (FN 1), Art. 161 N. 12.

⁵⁰ PETER BÖCKLI (FN 1), 97; SILVAN HÜRLIMANN (FN 11), 128.

⁵¹ Allerdings darf nicht schlechthin davon ausgegangen werden, dass sich beim Handel mit grossen Beträgen und Unternehmensanteilen typischerweise Parteien mit gleichwertigem Informationsstand gegenüberstehen. Vgl. (für Deutschland) HEINZ-DIETER ASSMANN (FN 36), § 14 N. 28, 42; TIM OLIVER BRANDI/RAINER SÜSSMANN (FN 36), 645.

⁵² TIM OLIVER BRANDI/RAINER SÜSSMANN (FN 36), 647.

⁵³ So im Ergebnis auch (für Deutschland) RALF FISCHER ZU CRAMBURG/CLAUDIA ROYÉ, Nomos Kommentar, Aktienrecht und Kapitalmarktrecht, 2. Aufl., Baden-Baden 2007, WpHG § 14 N. 9.

gensvorteil verschafft. Zwar wird bei dieser Fallkonstellation die Treuepflicht gegenüber der Gesellschaft nicht verletzt, doch werden, wie dargelegt, eben auch die *Chancengleichheit der Anleger* und die *Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes* von Art. 161 StGB individuell geschützt. Organmitglieder, die gegenüber dem Markt über zusätzliche Informationen verfügen, erfüllen die Sondereigenschaft des Insiders auch dann, wenn sie für die Gesellschaft handeln⁶¹.

Somit kann auch ein Handeln der Gesellschaft mit eigenen Aktien insiderstrafrechtlich relevant sein. Heikel ist insbesondere der Aufkauf eigener Aktien, um diese in einer Übernahmesituation *als Entgelt für die zu übernehmenden Aktien eines Zielunternehmens* zu verwenden. Übernimmt der Angreifer z.B. in der kritischen Zeitspanne Aktien seiner eigenen Gesellschaft, deren Insider er ist, auf eigene Rechnung und im Bewusstsein, dass das nachfolgende Bekanntwerden der Transaktion auch den Börsenkurs der Aktien der eigenen Gesellschaft voraussehbar erheblich beeinflussen wird, so verstösst er gegen das Insiderhandelsverbot. Anders ist demgegenüber zu urteilen, wenn die Aktien der Gesellschaft nicht aufgrund einer potenziell erheblich kurswirksamen neuen Tatsache im Sinne eines echten «primeurs», sondern aufgrund eines vorgefassten Plans der Gesellschaft, wie z.B. im Rahmen eines *Rückkaufprogrammes* erworben werden⁶². Kauft ein Unternehmen schliesslich eigene Aktien zurück, *um einen Kurszerfall zu verhindern*, so bringen die Käufe dem Unternehmen in der Regel keinen Vermögensvorteil, sondern im Gegenteil einen Vermögensnachteil durch Ansammlung von unrealisierten Kapitalverlusten auf dem Konto eigener Aktien. Auch in diesem Fall kann – soweit entsprechende kurspflegende Massnahmen überhaupt zulässig sind – die Strafbarkeit nach Art. 161 StGB wohl ausgeschlossen werden⁶³.

Handelt die Gesellschaft mit eigenen Aktien ist schliesslich zu beachten, dass ein solcher Transaktionsentscheid für das als *alter ego* der Gesellschaft handelnde Organmitglied eine von der *Gesellschaft*, und nicht von ihm als Privatperson, erzeugte Insiderinformation darstellt. Die Insiderinformation ist somit der Gesellschaft zuzuordnen und darf nach den bisher gewonnenen Erkenntnissen nur auf ihre Rechnung und im Rahmen ihres Transaktionsplans ausgenutzt werden. Mit anderen Worten gilt die Insiderinformation nur für die Gesellschaft als «selbstgeschaffen». Nützt das Organmitglied

diese Insiderinformation jedoch für private Zwecke aus, oder verfügen die Organe im Zeitpunkt der Transaktion auch über andere fremdgeschaffene oder weitere Insiderinformationen, die nicht eigenen Transaktionsüberlegungen entsprungen sind, fällt das Verhalten unter das Insiderhandelsverbot⁶⁴. Auch in diesem Kontext erweisen sich die beiden anhand der bereits erörterten Fallkonstellationen herausgearbeiteten Merkmale der *selbstgeschaffenen Information* und der *plankonformen Umsetzung* eines vorgefassten Transaktionsplans als taugliche Abgrenzungskriterien für den Anwendungsbereich der Forstmoserschen Parömie.

5. Kursrelevante Ereignisse ohne Transaktionsbezug?

Es stellt sich schliesslich die Frage, ob die Kurzformel «Niemand kann sein eigener Insider sein» auch auf kursrelevante Ereignisse, die keinen Transaktionsbezug aufweisen, Anwendung beanspruchen kann. Was gilt beispielsweise, wenn ein Verwaltungsratspräsident, der um seinen Rücktritt weiss, oder die Forscherin, der soeben eine «bahnbrechende» Erfindung gelungen ist, jeweils im Wissen um diese Tatsachen Effekten der entsprechenden Gesellschaft kaufen oder verkaufen?

Während es sich beim Verwaltungsratspräsidenten um einen unternehmensinternen Entscheidungsträger handelt, der als «echter» Insider im Sinne von Art. 161 Ziff. 1 StGB gilt und sich somit durchaus strafbar macht, wenn er gestützt auf die von ihm selbstgeschaffene Information mit Effekten der Gesellschaft handelt, dürfte die Strafbarkeit der Forscherin bereits aufgrund ihrer fehlenden Sonderstellung entfallen⁶⁵. Für die vorliegende Untersuchung ist jedoch entscheidend, dass die bisher herausgearbeiteten Elemente der *selbstgeschaffenen Information* und der *plankonformen Umsetzung* eigener Transaktionsentscheide den Schutzbereich der Parömie noch nicht hinreichend abgrenzen. Erforderlich ist vielmehr immer auch, dass die relevante Insiderinformation einen *Transaktionsbezug* aufweist. Im Falle des Verwaltungsratspräsidenten, der von seinem Amt zurücktritt, oder der Forscherin, die eine bahnbrechende Erfindung

⁶¹ So auch DANIELA KOENIG (FN 10), 214 f.

⁶² So auch STEFAN TRECHSEL/MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL (FN 2), Art. 161 N. 19; ROGER GRONER, *Erwerb eigener Aktien*, Diss. Basel, Basel/Genf/München 2003, 222 ff., insb. 226 f.; im Ergebnis wohl auch SILVAN HÜRLIMANN (FN 2), 314. Diese Ausnahme ist auch ausdrücklich in Art. 8 der EG-MARKTMISSBRAUCHSRICHTLINIE vorgesehen.

⁶³ So bereits PETER BÖCKLI (FN 1), 105 ff.; NIKLAUS SCHMID (FN 9), § 9 N. 247.

⁶⁴ Ebenso ROGER GRONER, *Aspekte des Insidertatbestands* (Art. 161 StGB), in: J.-B. Ackermann (Hrsg.), *Strafrecht als Herausforderung*, Zürich 1999, 261 ff., 272 f.; NIKLAUS SCHMID (FN 9), § 9 N. 242 ff.

⁶⁵ Vgl. auch DIEGO R. GFELLER, *Neue Inkonsistenzen im Insiderstrafrecht*, AJP 2008, 1199 ff., 1201. – Nach dem Vorschlag der EXPERTENKOMMISSION «BÖRSENDELIKTE UND MARKTMISSBRAUCH» in ihrem Bericht vom 29. Januar 2009 soll der Täterkreis de lege ferenda ausgedehnt werden. Neu soll keine Sondereigenschaft mehr verlangt werden; vielmehr sollen Primärinsider neben Organmitgliedern und Aktionären auch allgemein Personen sein, die aufgrund ihrer Tätigkeit bestimmungsgemäss Zugang zu vertraulichen Informationen haben (vgl. Bericht der EXPERTENKOMMISSION «BÖRSENDELIKTE UND MARKTMISSBRAUCH» [FN 4], 44 ff.). Demnach wäre künftig auch die Forscherin, die aufgrund ihrer Tätigkeit eine bahnbrechende Erfindung macht, vom Insidertraftatbestand erfasst.

macht, handelt es sich zwar um *selbstgeschaffene*, nicht aber um *transaktionsbezogene* Insiderinformationen. Diese lassen sich jedoch nicht auf einen schützenswerten Transaktionsentscheid zurückführen, dessen plankonforme Umsetzung vom Insiderhandelsverbot ausgenommen wäre⁶⁶.

D. Eigene Würdigung und These

Anhand der untersuchten Fallkonstellationen wird deutlich, dass die Parömie «Niemand kann sein eigener Insider sein» in ihrer Tragweite beschränkt ist. So einprägsam sie ist, so unscharf sind ihre Konturen; sie kann daher auch leicht missverstanden werden. Sie kann insbesondere den Anschein erwecken, die entscheidende Grenzlinie zwischen zulässigem Eigenhandel und unzulässigem Insiderhandel lasse sich bei der Person des Insiders ziehen. Die «crux» liegt jedoch wie gesehen nicht – oder zumindest nicht nur – in der *Sondereigenschaft des Täters*, denn dieser kann durchaus Insider seiner selbstgeschaffenen vertraulichen Information sein. Er handelt jedoch nicht tatbestandsmässig, wenn er ausschliesslich in Umsetzung seines *selbstgeschaffenen* und ihm zurechenbaren *Transaktionsentscheid*s tätig wird und diesen *plankonform umsetzt*. In diesem Fall schlägt er nicht aus *fremdgeschaffenem* oder anderem Sonderwissen zu Lasten der anonymen Marktgegenseite für sich oder für einen anderen einen Vermögensvorteil heraus. Das entscheidende Abgrenzungskriterium knüpft somit an der *Art der Insiderinformation* an, aus der sich der Transaktionsentscheid ableitet. Handelt es sich bei der Insiderinformation um eine *selbstgeschaffene* Tatsache, die sich in *eigenen Transaktionsüberlegungen* erschöpft, so ist deren Ausnutzung in strikter Umsetzung des Transaktionsplans nicht strafbar. Handelt es sich demgegenüber – wie im Falle des Verwaltungsratspräsidenten, der von seinem Amt zurücktritt, oder der Forscherin, die eine bahnbrechende Erfindung macht – um eine *andere*, zwar ebenfalls selbstgeschaffene, aber *nicht transaktionsbezogene* oder gar *fremdgeschaffene* Insiderinformation, so ist deren Ausnutzung strafbar.

IV. Beurteilung von Art. 44a Abs. 4 E-BEHG 2009 und eigener Vorschlag *de lege ferenda*

Aufgrund der vorangehenden Überlegungen ist klar: Die Formel «Niemand kann sein eigener Insider sein» ist zwar eingängig; sie bildet jedoch in bestimmten konkreten Kapitalmarkttransaktionen keine zuverlässige Orientierungshilfe für den Umgang mit Wissensvorsprüngen und vermag daher die durch die fehlende

gesetzliche Grundlage erzeugte Rechtsunsicherheit in diesem Bereich nicht zu beseitigen.

Die *Expertenkommission «Börsendelikte und Marktmissbrauch»* sieht daher die Verankerung einer ausdrücklichen Ausnahmeregelung vom Insiderhandelsverbot für selbstgeplante Transaktionen in Art. 44 Abs. 4 E-BEHG 2009 vor⁶⁷:

«Die Absicht bestimmte Transaktionen vorzunehmen, ist für sich allein gesehen für denjenigen, der diese Absicht gefasst hat, und denjenigen, der diese Transaktionen in seinem Auftrag ausführt, keine Insiderinformation im Sinne der Absätze 1 bis 3.»

Dieser Vorschlag ist in seiner Stossrichtung zu begrüßen. Angezeigt ist insbesondere die gesetzliche Verankerung der Straflosigkeit in bestimmten Fällen, d.h. die Schaffung der bisher fehlenden *gesetzlichen Grundlage*. Die vorgeschlagene Ausnahmeklausel erscheint jedoch im Lichte der normative Zielsetzung der *Erhöhung der Rechtssicherheit* und auch unter dem Aspekt des strafrechtlichen Bestimmtheitsgebots *relativ abstrakt* formuliert. Die Ausnahmeklausel ist insofern zu eng, als nicht nur einzig die Transaktionsabsicht als solche, sondern letztlich alle damit verbundenen selbstgeschaffenen Informationen nicht strafrelevant sein können; und sie ist zu weit, indem sie – obgleich offenbar ungewollt⁶⁸ – nach ihrem Wortlaut auch eine Transaktionsabsicht, welche zwar von einer Person gefasst wird, aber auf fremdgeschaffenen Informationen basiert, als strafrechtlich unbedenklich erklärt.

Es wäre daher zu prüfen, ob die Vorschrift nicht noch präzisiert oder – in Anlehnung an das Regelungskonzept der EG-Marktmissbrauchsrichtlinie – um die konkreten Ausnahmetatbestände ergänzt werden sollte. Man könnte der Norm auch die an dieser Stelle erarbeitete «Trias» der Voraussetzungen (selbstgeschaffene, transaktionsbezogene und plankonforme Information) zugrunde legen; sie könnte dann etwa wie folgt lauten:

«Die im Rahmen einer bestimmten Transaktion verwendeten Informationen gelten für denjenigen, der diese verwendet, nicht als Insiderinformationen im Sinne der Absätze 1 bis 3, sofern die Informationen selbstgeschaffen sowie transaktionsbezogen sind, und sofern der Transaktionsplan sowohl in zeitlicher als auch in materieller Hinsicht plankonform umgesetzt wird.»

⁶⁶ So im Ergebnis auch DANIELA KOENIG (FN 10), 212.

⁶⁷ Vgl. Bericht der EXPERTENKOMMISSION «BÖRSENDELIKTE UND MARKTMISSBRAUCH» (FN 4), 42, 48/49, sowie Anhang 7 mit einem Entwurf zur Regelung des Insiderstrafatbestandes in Art. 44a E-BEHG.

⁶⁸ Vgl. Bericht der EXPERTENKOMMISSION «BÖRSENDELIKTE UND MARKTMISSBRAUCH» (FN 4), 49.

V. Empfehlungen und Orientierungshilfe *de praxi melioranda*

Bis zur Verabschiedung der Gesetzesrevision gilt: Zur Minderung des Risikos von Insiderdelikten im Hinblick auf Transaktionssituationen ist präventiv die Ausarbeitung und Implementierung einer auf das Unternehmen zugeschnittenen *Insider Trading Policy* sowie das Führen eines *Insiderverzeichnisses* zu empfehlen⁶⁹. Wer den Entschluss fasst, gestützt auf seinen eigenen potenziell kursrelevanten *Transaktionsplan* mit Effekten einer Publikumsgesellschaft zu handeln, sollte sich sodann gegenüber einer potenziellen Strafverfolgung absichern, indem er von Beginn an einen klar definierten Transaktionsplan entwirft, diesen möglichst detailliert dokumentiert und anschliessend auch konsequent umsetzt. Auch bei Einhaltung all dieser Präventionsmassnahmen gilt für ihn: Er begibt sich dabei regelmässig auf einen heiklen Seiltanz über den Abgrund des strafbaren Insiderhandels. Das Seil ist aus drei Strängen geflochten, die dem Seiltänzer *de praxi melioranda* als Orientierungshilfe dienen können. Das Seil trägt ihn nur, wenn er während der gesamten kritischen Zeitspanne, in der die Insiderinformation nicht allgemein bekannt ist, ausschliesslich:

- (i) in Umsetzung seiner *selbstgeschaffenen* und
- (ii) *transaktionsbezogenen* Insiderinformationen sowie
- (iii) in zeitlicher und in materieller Hinsicht *plankonform*

handelt.

⁶⁹ Vgl. auch Bericht der EXPERTENKOMMISSION «BÖRSEDELICHTE UND MARKTMISSBRAUCH» (FN 4), 40 f., 51. Vgl. für Massnahmen zur Verhinderung von Insiderdelikten DIANE FREYMOND/HANS-UELI VOGT, Die Pflicht des Verwaltungsrates zur Verhinderung von Insiderdelikten, in: J.-B. Ackermann (Hrsg.), Strafrecht als Herausforderung, Zürich 1999, 173 ff., 217 ff.; PETER BÖCKLI (FN 30), 776 ff.; vgl. zur Führung von Insiderverzeichnissen insbesondere STEFAN R. SULZER, Insiderverzeichnisse, in: Reuter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen III, Zürich 2008, 153 ff.