

Frontrunning durch Vermögensverwalter als Insiderdelikt

Inhaltsübersicht

I.	Einleitung	499
II.	Untersuchte Fallkonstellationen	500
III.	Frontrunning im Lichte der unterschiedlichen Fassungen des Insiderstatusbestands	501
	1. Einordnung des Frontrunning bis 2008.....	501
	2. Einordnung des Frontrunning bis 2013.....	502
	3. Die Reform von 2013/2016.....	502
IV.	Frontrunning im geltenden Insiderrecht	503
	1. Vermögensverwalter als Primärinsider.....	503
	1.1 Begriff des Tätigkeitsinsiders.....	503
	1.2 Kausalität und bestimmungsgemässer Zugang.....	503
	2. Begriff der Insiderinformation.....	505
	2.1 Eigenständigkeit des Begriffs der Insiderinformation.....	505
	2.2 Unternehmensexterne Informationen.....	506
	2.3 Keine Notwendigkeit eines Drittbezugs der Insiderinformation.....	508
	3. Ausnutzen der Insiderinformation.....	510
V.	Fazit	511

I. Einleitung

Ein Vermögensverwalter übernimmt die Aufgabe, fremdes Vermögen nach einer mit dem Anleger festgelegten Strategie anzulegen. Bevor er einzelne Anlageentscheidungen trifft, muss er keine Rücksprache mit dem Vermögensinhaber nehmen, sondern kann das Kundenvermögen nach eigenem Ermessen, das durch die Anlagestrategie begrenzt wird, anlegen. Der Vermögensinhaber kontrolliert den Vermögensverwalter, wenn dieser periodisch Rechenschaft ablegt. Die dem Vermögensverwalter eingeräumte Rechtsmacht ist also sehr umfassend. Es kommt bisweilen vor, dass diese Machtstellung und der dauernde Umgang mit grossen Mengen an fremdem Geld einem Vermögensverwalter zu Kopf steigt, sodass er meint, seinen Anteil am Kundenvermögen über

das vereinbarte Honorar hinaus «steigern» zu müssen. Zahlreiche Skandale in den letzten Jahren legen hiervon ein beredtes Zeugnis ab, als sich Vermögensverwalter bestechen liessen,¹ Kursschnitte vornahmen,² Kundenvermögen für sich verbrauchten³ oder Frontrunning⁴ betrieben.

Seit der Reform des Insiderrechts im Jahre 2013 stellt sich die Frage, ob Vermögensverwalter in seinen Anwendungsbereich fallen und ein durch sie betriebenes Frontrunning einen Fall des verbotenen Insiderhandels darstellt. Wir hoffen, dass dieses Thema das Interesse des Jubilars findet, der sich intensiv mit strafrechtlichen Fragen des Insiderhandels beschäftigt hat.⁵

II. Untersuchte Fallkonstellationen

Ein angestellter oder selbstständig tätiger Vermögensverwalter kann, wenn er für grössere institutionelle Kunden (z.B. Pensionsfonds) Anlageentscheidungen fällt, im Einzelfall durchaus eine kurserhebliche Order auslösen. Gleiches gilt, falls der Vermögensverwalter im Wege einer transaktionskostensparenden Blockorder für mehrere Kundendepots dieselben Effekten erwirbt oder veräussert. Aber auch kleinere Effekengeschäfte können kurserheblich sein, wenn es sich um ein marktenges Wertpapier handelt. Dies ist typischerweise bei penny stocks der Fall.⁶ Es sind drei Gestaltungen möglich, in denen ein Vermögensverwalter Frontrunning betreiben und damit für sich oder einen anderen einen Vermögensvorteil erzielen kann:

- Er kann kurz vor der Ausführung einer von ihm getroffenen, auf das Kundenvermögen bezogenen Order für sein Privatvermögen entsprechende Effekten handeln.

¹ Bei der BVK Personalvorsorge des Kantons Zürich liess sich der Leiter Asset Management bestechen, vgl. dazu den Bericht der Parlamentarischen Untersuchungskommission an den Kantonsrat vom 11.9.2012, <<https://www.bvk.ch/files/puk-bericht.pdf>>.

² BVK-Skandal: CS-Topmanager wussten Bescheid, Tages-Anzeiger vom 29.10.2014.

³ <<http://www.nzz.ch/panorama/menschen/banker-verurteilt-ld.867>>.

⁴ Vgl. BezGer ZH vom 9.9.2010 (DG090293), besprochen bei D. KOENIG, Frontrunning zahlt sich nicht aus – oder: die Ersten werden die Letzten sein, Jusletter vom 6.12.2010, OGer ZH in gleicher Sache vom 9.7.2012 (SB110028) sowie den Fall des Fondsmanagers von Swisscanto, <<http://www.finews.ch/news/banken/22571-swisscanto-front-running-cfa>>.

⁵ Vgl. etwa A. DONATSCH, Schwächen der neuen Finanzmarktaufsicht, NZZ vom 27.1.2004, 27; A. CAVALLO/A. DONATSCH, Entwicklungen im Strafrecht, SJZ 2007, 550, 554; A. DONATSCH, Strafrecht III, Delikte gegen den Einzelnen, 9. Aufl., Zürich 2008, 303 ff.

⁶ Ein Teil des Schrifttums meint, Frontrunning könne ohnehin nie unter den Insideratbestand fallen, da es regelmässig bereits an einer *kurserheblichen* Order fehle, vgl. etwa KOENIG (Fn. 4), N 19; R. WATTER/M. HOCH, Ist Frontrunning Insiderhandel?, GesKR 2012, 501, 503. Damit werden jedoch die soeben geschilderten Fälle von Kursrelevanz übersehen.

- Frontrunning ist möglich, wenn der Vermögensverwalter von einem Kunden eine (kurserhebliche) Einzelweisung erhält und er vor der Umsetzung der Kundenweisung noch eine entsprechende Order für sein Privatvermögen erteilt.
- Schliesslich ist Frontrunning denkbar, wenn der bei einer Bank angestellte Vermögensverwalter innerhalb der Bank von fremden Anlageentscheidungen erfährt und vor deren Umsetzung noch eine Order für sein Privatvermögen auslöst.

Nicht näher betrachtet wird nachfolgend die unbefugte Mitteilung einer Insiderinformation von und an den Vermögensverwalter sowie die Mittäterschaft des Vermögensverwalters bei einer Insiderstrafat des Kunden, da diese Fallgestaltungen keine besonderen Rechtsfragen aufwerfen.⁷

III. Frontrunning im Lichte der unterschiedlichen Fassungen des Insidertatbestands

1. Einordnung des Frontrunning bis 2008

Der 1988 eingeführte Straftatbestand des Insiderhandelsverbots (Art. 161 aStGB)⁸ schützte die Integrität des Kapitalmarkts, die Herstellung informationeller Chancengleichheit sowie die Treuepflicht des Insiders gegenüber dem Unternehmen.⁹ Der Tatbestand war in zweierlei Hinsicht sehr eng formuliert. (1) Er war als Sonderdelikt ausgestaltet. Gemäss Art. 161 Ziff. 1 aStGB galten als Insider nur die Mitglieder des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung und der Revisionsstelle sowie die Beauftragten einer Aktiengesellschaft oder einer mit ihr verbundenen Gesellschaft, die Mitglieder einer Behörde und Beamte sowie die Hilfspersonen der vorgenannten Personen. Selbstständige oder bei einer Bank angestellte Vermögensverwalter waren folglich nicht erfasst. (2) Nach Art. 161 Ziff. 3 aStGB war lediglich das Ausnutzen der Kenntnis von bestimmten vertraulichen Tatsachen, nämlich einer bevorstehenden Emission neuer Beteiligungsrechte, einer Unternehmensverbindung oder eines ähnlichen Sachverhaltes von vergleichbarer Tragweite, strafbar. Das Bundesgericht hat das Merkmal «ähnlicher Sachverhalt von vergleichbarer Tragweite» eng ausgelegt und auf Ereignisse begrenzt, welche die Finanzierung oder rechtliche Struktur der Gesellschaft betreffen und die

⁷ Weiterführend R. SETHE/L. FAHRLÄNDER, in: R. Sethe/O. Favre/M. Hess/St. Kramer/A. Schott (Hrsg.), *Schulthess Kommentar zum Finanzmarktinfrakturgesetz (SK FinfraG)*, Zürich 2017, Art. 154 N 122.

⁸ Art. 161 aStGB wurde durch das Bundesgesetz vom 18.12.1987 eingeführt und trat am 1.7.1988 in Kraft, AS 1988, 966.

⁹ Botschaft über die Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches (Insidergeschäfte) vom 1. Mai 1985, BBl 1985 II 69, 71; BGE 118 Ib 448, 456 f. Zum Streit über das geschützte Rechtsgut ST. TRECHSEL/M. JEAN-RICHARD, in: St. Trechsel (Hrsg.), *Schweizerisches Strafgesetzbuch, Praxiskommentar*, Zürich 2008, Art. 161 N 2 m.w.N.

qualitativ und nicht nur quantitativ den beiden anderen genannten Tatbestandsvarianten entsprechen.¹⁰ Das Wissen um eine bevorstehende Kundenorder oder eine Anlageentscheidung in Bezug auf Kundenvermögen war demnach nicht erfasst.¹¹ Frontrunning von Vermögensverwaltern fiel also weder in den persönlichen noch in den sachlichen Anwendungsbereich der Norm.

2. Einordnung des Frontrunning bis 2013

Da der Tatbestand des Insiderhandelsverbots aufgrund der engen Begrenzung in seiner Ziff. 3 weitgehend leer lief, entschloss sich der Gesetzgeber 2008, diese Ziffer aufzuheben.¹² Dies änderte jedoch nichts an seinem engen Schutzzweck. Vermögensverwalter stehen gerade nicht in einem Treueverhältnis zu den Emittenten von Aktien. Zudem blieb es bei dem begrenzten persönlichen Anwendungsbereich. Frontrunning durch Finanzintermediäre liess sich daher weiterhin nicht als Insiderhandel erfassen.

3. Die Reform von 2013/2016

Die Reform von 2008 behob nur den akuten Reformbedarf. Man war sich jedoch einig, dass es einer grundlegenden Revision der Verbote von Insiderhandel und Marktmanipulation bedurfte mit dem Ziel, Fehlverhalten am Markt effizienter zu sanktionieren und internationalen Entwicklungen im Bereich der Bekämpfung von Marktmissbrauch Rechnung zu tragen.¹³ Mit der zum 1. Mai 2013 in Kraft getretenen Revision¹⁴ wurde daher der Insiderstraftatbestand grundlegend überarbeitet, ins Börsengesetz überführt (Art. 2 lit. f, 40 aBEHG) und um eine aufsichtsrechtliche Eingriffsnorm ergänzt (Art. 33e aBEHG). Nahezu unverändert wurden diese Vorschriften dann 2016 in das FinfraG überführt (Art. 2 lit. j, 154 sowie 142 FinfraG).¹⁵

¹⁰ BGE 118 Ib 547 Erw. 4; BGer vom 5.3.2001, 1A.325/2000, Erw. 3b, 4; BGer vom 15.4.2002, 2A.567/2001, Erw. 5.5.2.

¹¹ KOENIG (Fn. 4), N 18 m.w.H.

¹² Aufgehoben durch Ziff. I des Bundesgesetzes vom 20.3.2008, mit Wirkung seit 1.10.2008 (AS 2008, 4501). Vgl. dazu auch die Botschaft zur Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches (Streichung von Art. 161 Ziff. 3 StGB) vom 8. Dezember 2006, BBl 2007, 439 ff.

¹³ Zur Reform L. FAHRLÄNDER, Der revidierte schweizerische Insiderstraftatbestand, Diss. Zürich 2015, N 10 ff. m.w.H.

¹⁴ Änderung des Börsengesetzes vom 28.9.2012, AS 2013, 1103, in Kraft getreten am 1.5.2013. Vgl. dazu auch die Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011, 6873 ff.

¹⁵ Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG) vom 19. Juni 2015 (SR 958.1), AS 2015, 5339. Vgl. auch die Botschaft zum Finanzmarktinfrastrukturgesetz (FinfraG) vom 3. September 2014, BBl 2014, 7483 ff.

IV. Frontrunning im geltenden Insiderrecht

1. Vermögensverwalter als Primärinsider

1.1 Begriff des Tätigkeitsinsiders

Der Täterkreis des Insiderstraftatbestands wurde durch die Reform von 2013 erweitert. Als Primärinsider gelten nun u.a. auch Personen, die aufgrund ihrer Tätigkeit bestimmungsgemäss Zugang zu Insiderinformationen haben (Art. 154 Abs. 1 FinfraG). Der Begriff der «Tätigkeit» wurde neu in das Gesetz aufgenommen und in den Materialien nicht näher definiert.¹⁶ Angelehnt ist der Wortlaut an die damals gültige EU-Regelung, die in Art. 2 Abs. 1 UAbs. 2 lit. c MAD¹⁷ Personen als Insider erfasste, die «aufgrund ihrer Arbeit, ihres Berufs oder ihrer Aufgaben» Zugang zu den Insiderinformationen haben. Aufgrund des Wortlauts ausgenommen sind daher rein familiäre oder freundschaftliche Tätigkeiten. Wie weit dies auszulegen ist, kann an dieser Stelle offen bleiben,¹⁸ da der Vermögensverwalter die Kenntnis von der Orderlage seiner Kunden oder von deren Weisungen aufgrund seines Berufs hat. Gleiches gilt für den Fall, dass er Kenntnis von Anlageentscheidungen anderer Vermögensverwalter hat, die mit ihm zusammenarbeiten. Dabei kommt es nicht darauf an, ob er angestellt oder selbstständig tätig ist.

Im Gegensatz zum früheren Recht, bei dem die Treuepflicht geschütztes Rechtsgut des Insidertatbestands war, wird in Art. 154 FinfraG nicht vorausgesetzt, dass der Tätigkeitsinsider auf vertragliche oder andere Weise mit dem Emittenten der Insiderpapiere verbunden ist.¹⁹ Es ist daher anerkannt, dass auch die berufliche Tätigkeit am Kapitalmarkt vom Begriff des Tätigkeitsinsiders erfasst ist.²⁰

1.2 Kausalität und bestimmungsgemässer Zugang

Die Person muss «aufgrund» ihrer Tätigkeit Zugang zu Insiderinformationen haben, sodass Kausalität zwischen der Tätigkeit und dem Erlangen der Insiderinformation

¹⁶ Botschaft Börsendelikte und Marktmissbrauch (Fn. 14), 6905; Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch vom 29. Januar 2009, 44 f.

¹⁷ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28.1.2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch), ABl. EU L 96/16 vom 12.4.2003.

¹⁸ Weiterführend SETHE/FAHRLÄNDER, in: SK FinfraG (Fn. 7), Art. 154 N 39 f.

¹⁹ SETHE/FAHRLÄNDER, in: SK FinfraG (Fn. 7), Art. 154 N 39.

²⁰ D. KOENIG, Umfassende Revision des Insiderverbotes, Jusletter vom 19.4.2010, N 3; FAHRLÄNDER (Fn. 13), N 188; U. REINWALD, Änderungen im Börsengesetz – eine Übersicht, GesKR 2011, 518, 520; W. WOHLERS, Finanz- und Kapitalmarktstrafrecht, in: J.-B. Ackermann/G. Heine (Hrsg.), Wirtschaftsstrafrecht der Schweiz, Bern 2013, § 14 N 26; W. WOHLERS, Die neue Insiderstrafnorm, GesKR 2013, 345, 348.

bestehen muss. Die blossе Kausalität ist jedoch nicht ausreichend, da andernfalls auch Personen als Primärinsider erfasst würden, die lediglich *anlässlich* bzw. *bei Gelegenheit* ihrer Berufstätigkeit zufällig in den Besitz von Insiderinformationen gelangen, wie etwa Taxifahrer oder Reinigungspersonal. Daher verlangt das Gesetz, dass der Zugang zur Insiderinformation «bestimmungsgemäss» erfolgt sein muss. Dieses im schweizerischen Recht ebenfalls neue Tatbestandsmerkmal lässt sich vor dem Hintergrund, dass der Gesetzgeber sich an internationalen Standards orientiert hat, im Sinne des europäischen Rechts interpretieren. Das Merkmal «bestimmungsgemäss» liegt danach nur vor, wenn mit der Tätigkeit im Einzelfall notwendigerweise die Informationserlangung verbunden ist, sei es, weil die Information zur ordnungsgemässen Erledigung der Tätigkeit benötigt wird,²¹ sei es, weil die fragliche Person bei dem Sachverhalt mitwirkt, auf den sich die Information bezieht.²² Mit anderen Worten genügt es für das Tatbestandsmerkmal «bestimmungsgemäss» nicht, dass die Person einer Berufsgruppe angehört, die üblicherweise in Kontakt mit Insiderinformationen kommt (abstrakte Betrachtung). Abzustellen ist vielmehr auf die im konkreten Fall relevante Insiderinformation, welche die Person im Rahmen der Erfüllung ihrer Tätigkeit erlangt haben muss.²³ Erfährt also ein angestellter Vermögensverwalter von einer Kundenorder, ist dies bestimmungsgemäss. Stösst er dagegen im Gespräch mit einem Kollegen innerhalb seiner Bank zufällig auf die noch vertrauliche Information, dass die Kreditabteilung einem Unternehmen (dessen Vermögen der Vermögensverwalter nicht betreut) die Kreditlinie kündigen wird, fehlt es an der Bestimmungsgemässheit, da der Vermögensverwalter im Rahmen seiner Tätigkeit keine Informationen aus der Kreditabteilung der Bank bekommt oder benötigt.²⁴

Wenn sich ein Vermögensverwalter zum Zweck der Akquise neuer Kunden oder zur Pflege der Beziehung zu bestehenden Kunden auf Golfplätzen tummelt, den Lions Club oder eine Party besucht oder an einem Segeltörn teilnimmt, handelt es sich um berufliche und nicht um private Tätigkeiten. Die dabei erlangten Informationen über potenzielle Kunden und deren Vermögen sind ebenfalls «bestimmungsgemäss» erlangt. Die Abgrenzung zu rein privaten Tätigkeiten kann im Einzelfall jedoch schwierig sein, etwa wenn der Vermögensverwalter auch in seiner Freizeit Golf spielt.

²¹ Ähnlich in Bezug auf die Auslegung des Begriffs «Hilfspersonen» unter altem Recht B. HOFSTETER, Interessenkonflikte im Universalbankensystem, Diss. Bern 1999, 90; CH. LEUENBERGER, Die materielle kapitalmarktstrafrechtliche Regulierung des Insiderhandels de lege lata und de lege ferenda in der Schweiz, Diss. Basel, Zürich 2010, 301 f.

²² K. ALTENHAIN, in: H. Hirte/Th. M. J. Möllers (Hrsg.), Kölner Kommentar zum WpHG, 2. Aufl., Köln 2014, § 38 N 66; W. WOHLERS/T. MÜHLBAUER, Finanzanalysten, Wirtschaftsjournalisten und Fondsmanager als Primär- oder Sekundärinsider, wistra 2003, 41, 44.

²³ Beispiele bei SETHE/FAHRLÄNDER, in: SK FinfraG (Fn. 7), Art. 154 N 43 ff., 47 ff.

²⁴ In diesem Fall wird er aber als Tertiärinsider nach Art. 154 Abs. 4 FinfraG erfasst, vgl. SETHE/FAHRLÄNDER, in: SK FinfraG (Fn. 7), Art. 154 N 41.

2. Begriff der Insiderinformation

2.1 *Eigenständigkeit des Begriffs der Insiderinformation*

Da Vermögensverwalter nach neuem Recht grundsätzlich vom Insidertatbestand erfasst werden, kommt es darauf an, ob sie mit dem Frontrunning eine «Insiderinformation» ausnutzen. Das bis 2013 geltende Insiderrecht verwendete das Tatbestandsmerkmal der «Tatsache». Es war umstritten, ob der Gesetzgeber damit an die zum Betrugstatbestand entwickelte Dogmatik anknüpfen oder ob er – so die herrschende Meinung – einen eigenständigen Begriff prägen wollte.²⁵ Folgte man der damals herrschenden Meinung, fielen auch inhaltlich bestimmbare Gerüchte und Spekulationen sowie künftig wahrscheinlich eintretende Ereignisse unter den Begriff der Insidertatsache. Im Rahmen der Revision von 2013 wurde der Begriff der «Tatsache» durch jenen der «Information» ersetzt. Der Gesetzgeber wollte mit diesem Wechsel in der Terminologie das schweizerische Insiderrecht an internationale Standards angleichen. Zugleich bekräftigte er, die Änderung der Terminologie solle keine inhaltliche *Ausdehnung* der Norm bewirken.²⁶ Die Änderung der Terminologie führt zwar nicht zu einer Ausdehnung, wohl aber zu einer Klarstellung: Indem der Gesetzgeber die Terminologie an internationale Standards anglich, hat er sich im Ergebnis der herrschenden Meinung zum alten Recht angeschlossen, da auch der europäische Tatbestand der «Insiderinformation» nicht an den Tatsachenbegriff des Betrugstatbestands anknüpft, sondern einen eigenen weiteren Anwendungsbereich besitzt.²⁷

Unter den Begriff der Insiderinformation fallen zunächst Tatsachen, also dem Beweis zugängliche Sachverhalte der Aussenwelt (äussere Tatsachen) oder des menschlichen Innenlebens (innere Tatsachen).²⁸ Erfasst sind aber auch Absichten, Pläne und Vorhaben, wie etwa der Entschluss, eine Wertpapierorder zu tätigen. Es ist nicht notwendig, dass die Absicht dazu nach aussen dringt, also einem Dritten mitgeteilt wurde.²⁹ Umstritten ist, ob es auf die Wahrscheinlichkeit ihrer Umsetzung ankommt.³⁰ Dieser Streit

²⁵ Ausführlich dazu FAHLÄNDER (Fn. 13), N 303 ff.

²⁶ Botschaft Börsendelikte und Marktmissbrauch (Fn. 14), 6885; Bericht Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch (Fn. 16), 46.

²⁷ Ebenso CH. LEUENBERGER/O. THORMANN, Öffentliche Übernahmen und das revidierte Insiderhandelsverbot, in: R. Tschäni (Hrsg.), *Mergers & Acquisitions XVI*, Zürich 2014, 201, 220; WOHLERS, Die neue Insiderstrafnorm (Fn. 20), 352.

²⁸ SETHE/FAHLÄNDER, in: SK FinfraG (Fn. 7), Art. 2 lit. j N 16.

²⁹ FAHLÄNDER (Fn. 13), N 360.

³⁰ Die Realisierungswahrscheinlichkeit ist unbeachtlich nach BezGer ZH vom 8.2.2000, Erw. III. D. 2d; OGer ZH vom 25.6.2001, Erw. III. 1.1; P. BÖCKLI, Insiderstrafrecht und Verantwortung des Verwaltungsrates, Zürich 1989, 63; FAHLÄNDER (Fn. 13), N 335; D. KOENIG, Das Verbot von Insiderhandel, Diss. Zürich 2006, 164; N. SCHMID, Schweizerisches Insiderstrafrecht, Bern 1988, N 178 f.; G. STRATENWERTH/G. JENNY/F. BOMMER, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil I:

spielt keine Rolle bei dem ersten oben geschilderten Fall des Frontrunning durch einen Vermögensverwalter, denn dieser wird seine auf das Privatvermögen bezogene Order nur auslösen, wenn er sich entschlossen hat, anschliessend sofort die auf das Kundenvermögen bezogene Order zu platzieren. Auch in der Gestaltung, in welcher der Vermögensverwalter eine Kundenweisung erhält, wird er seine Anlageentscheidung in Bezug auf sein Privatvermögen nur umsetzen, wenn er bereit ist, anschliessend die Kundenweisung zu befolgen. Lediglich in der Fallgestaltung, in der der Vermögensverwalter von einer bevorstehenden, noch vertraulichen Anlageentscheidung eines Dritten erfährt, kommt es folglich auf diesen Streit an.

2.2 *Unternehmensexterne Informationen*

Nachdem das Insiderrecht 2013 von einem unternehmensbezogenen zu einem marktbezogenen Delikt umgestaltet wurde, stellt die Treuepflicht des Insiders zum Unternehmen kein geschütztes Rechtsgut mehr dar. Dies hat zur Folge, dass sich das Insiderwissen nicht mehr zwingend nur auf unternehmensinterne Informationen beziehen muss, sondern auch unternehmensexterne Umstände als Insiderinformation erfasst sein können.³¹ Unternehmensexterne Informationen wiederum können einen unmittelbaren Bezug zum Emittenten aufweisen (z.B. Schadenersatzansprüche gegen den Emittenten, Herabstufung des Ratings oder Entscheidungen einer Aufsichtsbehörde). Sie können aber auch allgemeine Marktinformationen sein, wenn sie sich konkret auf die Geschäftstätigkeit des Emittenten auswirken.³² Eine, wenn nicht die wichtigste Konse-

Straftaten gegen Individualinteressen, 7. Aufl., Bern 2010, § 21 N 8; SETHE/FAHRLÄNDER, in: SK FinfraG (Fn. 7), Art. 2 lit. j N 18; ST. TRECHSEL/M. JEAN-RICHARD, in: St. Trechsel/M. Pieth (Hrsg.), Schweizerisches Strafgesetzbuch, Praxiskommentar, 2. Aufl., Zürich/St. Gallen 2013, Art. 161 N 12. Die Realisierungswahrscheinlichkeit ist zu beachten nach BezGer ZH vom 2.12.2004, ZR 2005, Nr. 72, Erw. 3.2; D. DAENIKER/C. LAMBERT, Kann ein Manager überhaupt noch Aktien seiner Gesellschaft erwerben?, GesKR 2008, 359, 367; D. DEDEYAN, Regulierung der Unternehmenskommunikation, Zürich 2015, 826; M. HOCH, Insiderrecht im Umbruch, in: Th.U. Reutter/Th. Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen VII, Zürich 2012, 55, 61 f.; S. HÜR-LIMANN, Der Insiderstrafatbestand, Diss. Zürich 2005, 78 f.; C. PETER, in: M.A. Niggli/H. Wiprächtiger (Hrsg.), Basler Kommentar, Strafrecht II, 3. Aufl., Basel 2013, Art. 161 N 29; R. WATTER/M. HOCH CLASSEN, Insiderrecht im Beratungsalltag, in: R. Sethe/A. Heinemann/R.M. Hilty/P. Nobel/R. Zäch (Hrsg.), Kommunikation, FS für Rolf H. Weber, Bern 2011, 373, 379 f.; M.K. WEBER, Informationsmissbrauch im Finanzmarkt, Diss. Luzern, Zürich 2013, 106; WOHLERS, Finanz- und Kapitalmarktstrafrecht (Fn. 20), § 14 N 35 f.

³¹ Bericht Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch (Fn. 16), 45; Botschaft Börsendelikte und Marktmissbrauch (Fn. 14), 6905; FINMA-Rundschreiben 2013/8 N 8; FAHRLÄNDER (Fn. 13), N 337 ff.; LEUENBERGER/THORMANN (Fn. 27), 230 ff.; R. SETHE/ST. HÄRTNER, in: F.A. Schäfer/R. Sethe/V. Lang (Hrsg.), Handbuch der Vermögensverwaltung, 2. Aufl., München/Basel/Wien 2016, § 35 N 33; WEBER (Fn. 30), 107 ff.; WOHLERS, Finanz- und Kapitalmarktstrafrecht (Fn. 20), § 14 N 34; a.A. HOCH (Fn. 30), 67; WATTER/HOCH (Fn. 6), 505 f.

³² Einzelheiten bei SETHE/FAHRLÄNDER, in: SK FinfraG (Fn. 7), Art. 2 lit. j N 13.

quenz dieser Neuerung ist es, dass auch Informationen unter Art. 2 lit. j FinfraG fallen, die ausschliesslich einen Bezug zu einem Insiderpapier aufweisen, wie es gerade beim Frontrunning der Fall ist.³³

Gegen diesen Standpunkt wenden sich ROLF WATTER und MARIEL HOCH unter Hinweis auf die widersprüchlichen Gesetzesmaterialien. So bestimme die Botschaft einerseits, dass es keine sachliche Ausweitung des Begriffs der Insiderinformation geben solle,³⁴ und stelle andererseits fest, dass Frontrunning als Fall des Insiderhandels erfasst werden solle.³⁵ Sie bezweifeln, dass sich der Gesetzgeber des Widerspruchs bewusst gewesen sei, und schussfolgern, dass die erfolgte Ausweitung der Insiderinformation auf unternehmensexterne Ereignisse nicht dem Willen des Gesetzgebers entspreche.³⁶

Genauso gut lässt sich jedoch auch die gegenteilige Schlussfolgerung ziehen. Der Gesetzgeber hat unstreitig die Schutzrichtung der Norm in zweierlei Hinsicht geändert. Er hat zum einen auf die Treuepflicht als Schutzgut verzichtet und nennt nur noch die Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und den Anlegerschutz im Sinne der Gewährleistung der Chancengleichheit.³⁷ Zum anderen wurde auf die Einordnung des Insiderhandelsverbots als Sonderdelikt verzichtet mit der Folge, dass nicht mehr nur Organinsider, Behördenvertreter sowie deren Hilfspersonen erfasst sind, sondern alle Personen, die Zugang zu Insiderinformationen haben können. Würde man an dem Standpunkt festhalten, dass nur Unternehmensinterna vom Tatbestand der Insiderinformation erfasst werden, machte es überhaupt keinen Sinn, wenn der Gesetzgeber zeitgleich den Täterkreis auf Personen ausweitet, die zu solchen Interna gerade keinen Zugang haben.

Im Übrigen ist auch schon der Ausgangspunkt der Argumentation von ROLF WATTER und MARIEL HOCH angreifbar. Der Insidertatbestand in seiner Fassung von 1988 bis 2008 war begrenzt auf Informationen über eine bevorstehende Emission neuer Beteiligungsrechte, eine Unternehmensverbindung oder einen ähnlichen Sachverhalt von vergleichbarer Tragweite. Diese Gesetzesfassung zwang in der Tat zu dem Schluss, dass nur unternehmensinterne Vorgänge als Insidertatsache erfasst waren. Der Gesetzgeber hat jedoch diese in Art. 161 Ziff. 3 aStGB enthaltene Begrenzung 2008 abgeschafft, sodass der Wortlaut der Norm zum Zeitpunkt der Reform von 2013 keine Beschrän-

³³ FINMA-Rundschreiben 2013/8 N 8; FAHRLÄNDER (Fn. 13), N 343; SETHE/FAHRLÄNDER, in: SK FinfraG (Fn. 7), Art. 2 lit. j N 14; a.A. WATTER/HOCH (Fn. 6), 505 f.

³⁴ Botschaft Börsendelikte und Marktmissbrauch (Fn. 14), 6885: «Damit passt sich die Schweiz an die in der EU gebräuchliche Terminologie an. Eine Ausdehnung des sachlichen Anwendungsbereichs der Strafnorm ist mit dieser terminologischen Änderung nicht verbunden».

³⁵ Botschaft Börsendelikte und Marktmissbrauch (Fn. 14), 6902.

³⁶ WATTER/HOCH (Fn. 6), 506.

³⁷ Botschaft Börsendelikte und Marktmissbrauch (Fn. 14), 6886 f.

kung auf Unternehmensinterna mehr vorsah.³⁸ Wenn der Gesetzgeber daher 2013 feststellt, mit dem terminologischen Wechsel von «Insidertatsache» zu «Insiderinformation» sei keine Ausweitung des Tatbestands verbunden, so knüpfte er damit an den bereits 2008 erweiterten Tatbestand an. Der von ROLF WATTER und MARIEL HOCH behauptete Widerspruch liegt also gar nicht vor. Gegen ihre Ansicht spricht im Übrigen auch, dass die historische Auslegung nur dann heranzuziehen ist, wenn sie Niederschlag im Gesetz gefunden hat; sie ist lediglich ein Hilfsmittel, um den Sinn der Norm zu erkennen.³⁹ Eine Beschränkung des Begriffs der «Insiderinformation» auf Unternehmensinterna im Wortlaut ist gerade nicht erfolgt. Der Sinn der Norm spricht ebenfalls für die weite Auslegung, zumal wenn man berücksichtigt, dass der Gesetzgeber das schweizerische Recht an internationale Standards anpassen wollte, die Frontrunning erfassen.

Vor diesem Hintergrund ist es auch verständlich, dass der Gesetzgeber darauf verzichtete, den Fall des Frontrunning ausdrücklich in das Gesetz aufzunehmen, wie es die Expertenkommission⁴⁰ und der Bundesrat im Vorentwurf⁴¹ noch empfohlen hatten. Angesichts des eindeutigen Tatbestands bedurfte es einer solchen Klarstellung nicht.

2.3 *Keine Notwendigkeit eines Drittbezugs der Insiderinformation*

Während der Vermögensverwalter in der zweiten und dritten Fallkonstellation jeweils eine fremde Entscheidung ausnutzt, schafft er im ersten Beispielfall mit der Anlageentscheidung für das Kundenvermögen die vertrauliche Information, die er sodann für sein Eigengeschäft ausnutzt, selbst. Ein Frontrunning in dieser Konstellation wäre nur strafbar, wenn Art. 2 lit. j FinfraG auch selbst geschaffene innere Tatsachen erfasst. Dies

³⁸ Hiergegen wird eingewandt, dass die Botschaft zur Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches (Fn. 12), 445, auf die Bestimmungen zur Ad-hoc-Publizität der SIX Exchange Regulation verweise, um den identischen Begriff der vertraulichen kursrelevanten Tatsache zu konkretisieren. Art. 53 Abs. 1 KR verpflichtet Emittenten, Tatsachen, die *in ihrem Tätigkeitsbereich* eingetreten sind und geeignet sind, zu einer erheblichen Änderung des Kurses zu führen, umgehend zu publizieren, vgl. WATTER/HOCH (Fn. 6), 503. Dieser Hinweis geht methodisch fehl, denn eine normenhierarchisch tiefere Bestimmung, die zudem gerade aus der Zeit vor der Reform von Art. 161 Ziff. 3 aStGB stammt, kann nicht zur Auslegung höherrangigen und zudem in diesem Punkt neueren Rechts herangezogen werden. Im Übrigen gibt die Botschaft zur Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches (Fn. 12), 445, gerade nicht den ihr zugeschriebenen Inhalt wieder, sondern stellt nur fest: «Mit der Streichung der heutigen Ziffer 3 von Artikel 161 StGB wird die Definition des Begriffs der kursrelevanten vertraulichen Tatsache weitgehend durch die Praxis beziehungsweise durch die Rechtsprechung erfolgen».

³⁹ BGE 139 IV 282 Erw. 2.4.1.

⁴⁰ Bericht Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch (Fn. 16), 49 f., 63 und 80 (Regelungsvorschlag).

⁴¹ Erläuternder Bericht zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom Januar 2010, 16, 22.

konnte man für das frühere Recht bejahen, da sich unter den Begriff der «Tatsache» in Art. 161 aStGB auch selbst geschaffene Tatsachen subsumieren liessen.⁴² Seit der Einführung des Begriffs der «Insiderinformation» ist die Ausgangslage nicht mehr so eindeutig. Man könnte entgegen, dass eine Information nach allgemeinem Sprachgebrauch nur vorliege, wenn die innere Tatsache auch nach aussen gedungen sei, also einem Dritten mitgeteilt wurde.

Im Schweizer Recht wurde diese Frage bislang unter der von PETER FORSTMOSER⁴³ geprägten Redensart «Niemand kann sein eigener Insider sein» diskutiert. Danach sollten Transaktionen aufgrund eigener Planung nicht unter die Insiderstrafnorm fallen. Die Lehre hat sich – trotz fehlender Rechtsgrundlage – diesem Standpunkt angeschlossen,⁴⁴ wobei die genaue Reichweite dieser Ausnahme vom Tatbestand stark umstritten blieb, weil es an einer gesetzlichen Regelung fehlte und die dogmatische Herleitung der Ausnahme streitig war. Einige Autoren verneinten bei eigenen Entscheidungen die Insidertatsache für diese Person, weil eine Entscheidung notwendigerweise jeder Transaktion vorausgehe und es nicht dem Zweck der Insidernorm entspreche, Kapitalmarkttransaktionen praktisch zu verhindern.⁴⁵ Andere begründeten die Ausnahme damit, dass Effektttransaktionen aufgrund eigener Planung die (damals noch geschützte) Treuepflicht gegenüber dem Unternehmen nicht verletzen.⁴⁶ Auf der anderen Seite wurde aber auch davor gewarnt, jede selbst geschaffene Tatsache generell vom Begriff der Insidertatsache auszunehmen, da Insider regelmässig Tatsachen schaffen würden, deren Ausnutzung das Insiderverbot gerade verhindern soll.⁴⁷

Seit der Reform von 2013 ist die Ausnahme ausdrücklich geregelt und findet sich heute in Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV. Die Norm bestimmt, dass «Effektengeschäfte zur Umsetzung des eigenen Entschlusses, ein Effektengeschäft zu tätigen» selbst dann zulässig sind, wenn sie an sich unter den Tatbestand des Insiderhandels fallen, «vorausgesetzt der Entschluss wurde nicht aufgrund einer Insiderinformation gefasst». Diese Regelung geht also davon aus, dass auch der eigene Entschluss, eine bestimmte Effektttransaktion vorzunehmen, bei gegebener Kursrelevanz unter den Insidertatbestand, mithin denjenigen der «Insiderinformation» fällt. Dies bringt auch der Erläuterungsbericht zu Art. 55f lit. a aBEHV klar zum Ausdruck: «Der eigene Entschluss, Effekten [...] zu erwerben, zu veräussern oder daraus abgeleitete Finanzinstrumente einzusetzen, kann

⁴² So FAHRLÄNDER (Fn. 13), N 344.

⁴³ P. FORSTMOSER, Das neue schweizerische Insider-Recht, Zürich 1988, 23; P. FORSTMOSER, Insiderstrafrecht, Die neue schweizerische Strafnorm gegen Insider-Transaktionen, SAG 1988, 122, 132.

⁴⁴ Vgl. die Nachweise bei FAHRLÄNDER (Fn. 13), N 344 Fn. 1012.

⁴⁵ C. BÜHLER/D. HÄRING, Die selbstgeschaffene Insiderinformation, GesKR 2009, 453, 456.

⁴⁶ C. PETER, Aspekte der Insiderstrafnorm, Diss. Zürich 1991, 15; F. STREBEL, Insiderverhalten und Banken, Diss. Zürich, Winterthur 1990, 63.

⁴⁷ KOENIG (Fn. 30), 212.

unter bestimmten Voraussetzungen in seltenen Fällen kursrelevant und daher formell vom Begriff der Insiderinformation im Sinne von Artikel 2 Buchstabe f BEHG erfasst sein.»⁴⁸ Dass auch selbst geschaffene innere Tatsachen als Insiderinformationen gelten müssen, ergibt sich auch aus teleologischen Gesichtspunkten. Würde man dies nämlich anders sehen, dürfte die Person, die den Entschluss gefasst hat, diese vertrauliche Tatsache ungestraft weitergeben oder zur Grundlage von Empfehlungen machen. Da die Ausnahme nicht auf Tätigkeitsinsider beschränkt ist, dürfte sogar der Verwaltungsrat einer AG die für die AG gefassten Beschlüsse ungestraft mitteilen. Im Ergebnis enthält die Bestimmung des Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV also keine Ausnahme vom Begriff der Insiderinformation, sondern stellt fest, dass es – mangels Kausalität – am «Ausnutzen» der Insiderinformation fehlt, wenn man den eigenen Entschluss umsetzt.

3. Ausnutzen der Insiderinformation

Ein «Ausnutzen» im Sinne von Art. 154 FinfraG liegt u.a. vor, wenn die Person, die über die Insiderinformation verfügt, diese dazu verwendet, um Effekten, die an einem Handelsplatz in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, zu erwerben, zu veräussern oder daraus abgeleitete Derivate einzusetzen. Das Tatbestandsmerkmal setzt unstreitig eine Kausalität zwischen der Kenntnis der Insiderinformation und dem Handeln des Insiders voraus.⁴⁹ Kein Ausnutzen liegt folglich vor, wenn die Transaktion auch ohne die Insiderkenntnisse in gleicher Weise vorgenommen worden wäre.

In der zweiten und dritten Fallkonstellation verwendet der Vermögensverwalter jeweils fremde Anlageentscheidungen, sodass er eine fremd geschaffene Insiderinformation ausnutzt. Aber auch in dem ersten Fallbeispiel, in dem ein Vermögensverwalter für einen Kunden eine kursrelevante Anlageentscheidung fällt und zuvor, im Wissen um diesen Entschluss, entsprechende Finanzinstrumente auf eigene Rechnung kauft, liegt ein Ausnutzen vor. Denn der Vermögensverwalter trifft zwei Entscheidungen, nämlich eine für das Kundenvermögen und eine für sein Privatvermögen. Die Entscheidung für das Kundenvermögen darf der Vermögensverwalter aufgrund von Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV für das Kundenvermögen umsetzen. Die Norm erlaubt ihm aber gerade nicht, sie für andere Zwecke zu nutzen, also als Grundlage für die vorgängige oder parallele Anlage von Privatvermögen. Daher stellt das Wissen des Vermögensverwalters, wie er das Kundenvermögen anlegen wird, bei gegebener Kursrelevanz auch für ihn selber eine Insiderinformation dar. Weil er die Finanzinstrumente auf eigene Rechnung gera-

⁴⁸ Erläuterungsbericht zur Änderung der Börsenverordnung – Umsetzung der Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 10. April 2013, 10.

⁴⁹ BÖCKLI (Fn. 30), 76 f.; HÜRLIMANN (Fn. 30), 92; KOENIG (Fn. 30), 192 f.; LEUENBERGER (Fn. 21), 386 f.; PETER, in: BSK StGB II (Fn. 30), Art. 161 N 38; STREBEL (Fn. 46), 64; vgl. auch Botschaft Insidergeschäfte (Fn. 9), 81.

de wegen dieses Insiderwissens kauft, liegt ein «Ausnutzen» im Sinne von Art. 154 Abs. 1 lit. a FinfraG vor.⁵⁰

V. Fazit

1. Das Insiderrecht wurde 2013 von einem unternehmensbezogenen zu einem marktbezogenen Delikt umgestaltet. Es ist zudem kein Sonderdelikt mehr.
2. Infolgedessen erfasst der Tatbestand der «Insiderinformation» nicht nur unternehmensinterne, sondern auch unternehmensexterne Informationen, namentlich solche, die sich auf Insiderpapiere beziehen. Er erfasst ausserdem selbst geschaffene Insiderinformationen.
3. Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV, wonach selbst gefasste Entschlüsse umgesetzt werden dürfen, ist dahingehend auszulegen, dass der Entschluss, eine Anlage in Effekten zu tätigen, bei gegebener Kursrelevanz eine (selbst geschaffene) «Insiderinformation» darstellt. Wenn dieser Entschluss in die Tat umgesetzt wird, liegt jedoch kein Fall des «Ausnutzens» vor.
4. Ein Vermögensverwalter, der kurz vor der Ausführung einer von ihm getroffenen, auf das Kundenvermögen bezogenen Order für sein Privatvermögen entsprechende Effekten handelt, macht sich bei gegebener Kursrelevanz wegen Insiderhandels strafbar. Seine Anlageentscheidung in Bezug auf das Kundenvermögen stellt eine selbst geschaffene Insiderinformation in Bezug auf ein Insiderpapier dar. Diese darf er nach Art. 127 Abs. 1 lit. a FinfraV umsetzen, ohne dass ein Ausnutzen der Information vorliegt. Er darf die selbst geschaffene Insiderinformation aber nicht zu anderen Zwecken, also für eine Anlageentscheidung in Bezug auf sein Privatvermögen, nutzen.
5. Erhält der Vermögensverwalter von einem Kunden eine (kurserhebliche) Einzelweisung und erteilt er vor der Umsetzung der Kundenweisung noch eine entsprechende Order für sein Privatvermögen, nutzt er eine von einem Dritten stammende Insiderinformation aus, was unproblematisch den Tatbestand des Insiderhandels erfüllt.
6. Gleiches gilt für den Fall, dass der Vermögensverwalter innerhalb einer Bank von fremden Anlageentscheidungen erfährt. Erhält er die Information in diesem Fall jedoch nicht bestimmungsgemäss aufgrund seiner Tätigkeit, sondern per Zufall, macht er sich nicht als Primärinsider, wohl aber als Tertiärinsider nach Art. 154 Abs. 4 FinfraG strafbar.

⁵⁰ So im Ergebnis auch FAHRLÄNDER (Fn. 13), N 580; SETHE/FAHRLÄNDER, in: SK FinfraG (Fn. 7), Art. 154 N 127; SETHE/HÄRTNER (Fn. 31), § 35 N 31 ff.

