

Sonderdruck aus

Europa Institut Zürich Band 131

Kapitalmarkttransaktionen VII

Herausgeber: Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

Insiderrecht im Umbruch

Mariel Hoch

Schulthess §



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:

Thomas U. Reutter, Thomas Werlen

Kapitalmarkttransaktionen VII

Schulthess § 2012

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2012
ISBN 978-3-7255-6646-4

www.schulthess.com

Inhaltsübersicht

Regulatorische Rahmenbedingungen für hybride Instrumente im Banken- und Versicherungsbereich	7
<i>Dr. Martin Lanz, Rechtsanwalt, Schellenberg Wittmer, Zürich</i>	
ETFs und andere passive Finanzinstrumente am Kapitalmarkt	23
<i>Dr. Catrina Luchsinger Gähwiler, Rechtsanwältin, Froriep Renggli, Zürich</i>	
Insiderrecht im Umbruch	55
<i>Dr. Mariel Hoch, Rechtsanwältin, Bär & Karrer AG, Zürich</i>	
Neue Rahmenbedingungen für bankregulatorische Eigenmitteltransaktionen – CoCos, Write-Down-Anleihen und Aktienemissionen aus Vorratskapital	89
<i>Dr. René Bösch, Rechtsanwalt, LL.M., Homburger AG, Zürich, und Anh Huynh, Rechtsanwältin, LL.M., Homburger AG, Zürich</i>	
Änderungen der EU-Prospektrichtlinie und praktische Hinweise für Platzierungen in der EU und in den USA	131
<i>Gernot W. Wagner, Rechtsanwalt, Allen & Overy LLP, Frankfurt am Main</i>	
Grenzüberschreitende Platzierungen in die Schweiz	165
<i>Dr. Patrick Schleiffer, M.C.J., Rechtsanwalt, Lenz & Staehelin, Zürich, und Dr. Damian Fischer, Rechtsanwalt, LL.M., Lenz & Staehelin, Zürich</i>	

Insiderrecht im Umbruch

Mariel Hoch

Inhalt

I.	Einleitung.....	56
1.	Insiderhandel im medialen Fokus	56
2.	Entwicklungsschritte des Schweizer Insiderrechts	57
3.	Geschützte Rechtsgüter	59
II.	Verbot des Insiderhandels – geltende Regelung	60
1.	Allgemeines	60
2.	Strafrechtliches Insiderhandelsverbot – Art. 161 StGB	60
a)	Tatbestandsmerkmale des Sonderdelikts (Art. 161 Ziff. 1 StGB)	60
b)	Tatbestandsmerkmale des gemeinen Delikts (Art. 161 Ziff. 2 StGB)	63
3.	Aufsichtsrechtliches Insiderhandelsverbot – FINMA-Rundschreiben 08/38 (Marktverhaltensregeln)	64
4.	Eckwerte des straf- und aufsichtsrechtlichen Verfahrens	65
III.	Die Insiderhandelsverbote gemäss Revisionsvorlage	66
1.	Allgemeines	66
2.	Strafrechtliches Insiderhandelsverbot – Art. 40 E-BEHG	66
3.	Aufsichtsrechtliches Insiderhandelsverbot – Art. 33e E-BEHG	68
4.	Eckwerte des straf- und aufsichtsrechtlichen Verfahrens	69
IV.	Drei Schwerpunkte	71
1.	Allgemeines	71
2.	„Niemand kann sein eigener Insider sein“	71
a)	Grundsatz und Versuch einer gesetzlichen Verankerung	71
b)	Drei Anwendungsbeispiele.....	73
aa)	Gründungsphase eines Anbieter-Joint Ventures.....	73
bb)	Verkaufsverhandlungen eines Grossaktionärs vor öffentlichem Kaufangebot	75
cc)	Beschaffung eigener Aktien des Anbieters vor Tauschangebot	77
3.	Verwertungsrisiken im Strafverfahren.....	79
a)	Allgemeines.....	79
b)	Schutz vor Bekanntgabe interner Untersuchungsergebnisse	79
c)	Verwertungsverbot für durch aufsichtsrechtliche Mitwirkungspflichten erlangte Erkenntnisse	83
4.	Mosaik-Theorie	85
V.	Ausblick.....	87

I. Einleitung

1. Insiderhandel im medialen Fokus

Insiderhandel findet gegenwärtig sowohl medial als auch politisch grosse Aufmerksamkeit. So wurde in der Schweiz der Rücktritt des *Präsidenten der Schweizer Nationalbank* Anfang 2012 mit Fragen zum Geltungsbereich des Insiderhandels in Verbindung gebracht. Die Ereignisse im Zusammenhang mit einer Gewinnwarnung der Sonova Holding AG vom 16. März 2011 haben zu Rücktritten des Managements und zu Strafuntersuchungen wegen Insiderhandels geführt.¹ Zahlreiche Schweizer kotierte Unternehmen mussten sich die Frage stellen, ob ein „Fall Sonova“ bei ihnen auch möglich wäre und was vorzukehren ist, um einen entsprechenden Reputationsschaden und Verlust von Managementkapazität zu vermeiden.

In den USA sorgen Insiderfälle in immer kürzeren Abständen für Schlagzeilen. Ein Höhepunkt war in New York im Oktober 2011 die rechtskräftige Verurteilung von *Raj Rajaratnam*, CEO der Galleon Group, wegen Insiderhandels (*securities fraud*).² Die elfjährige Freiheitsstrafe ist die höchste in den USA je wegen Insiderhandels verhängte Strafe.

Die Stossrichtung der laufenden Revision des Schweizer Insiderstrafrechts ist klar: Der Insidertatbestand soll seinen Ruf als „zahnloser Tiger“ endgültig ablegen und internationalen Standards genügen.

Der vorliegende Beitrag vergleicht nach dieser Einleitung (I.) die geltende Regelung des Insiderhandelsverbots (II.) mit derjenigen der Revisionsvorlage (III.). Anschliessend werden drei für die Praxis wesentliche Schwerpunkte analysiert (IV.): Die Bedeutung des Grundsatzes „Niemand kann sein eigener

¹ Die SIX Exchange Regulation hat gegenüber Sonova Holding AG eine rekordhohe Busse von CHF 2 Mio. wegen Verletzung der *Ad hoc*-Publizität ausgesprochen (Medienmitteilung der SIX Exchange Regulation abrufbar unter <www.six-swiss-exchange.com/media_releases/online/media_release_201207100720_de.pdf>; Entscheid der Sanktionskommission vom 28. Juni 2012, abrufbar unter <www.six-exchange-regulation.com/download/admission/being_public/sanctions/publication/decision_ahp_28062012_de.pdf>).

² U.S. v. Raj Rajaratnam et al., U.S. District Court for the Southern District of New York, No. 09-01184: Raj Rajaratnam hat den Entscheid angefochten.

Insider sein“ (IV.2.), die strafrechtlichen Verwertungsrisiken (IV.3.) und die Einordnung der amerikanischen Mosaik-Theorie in die Schweizer Praxis der Analyse von Investitionsentscheiden (IV.4.).

2. Entwicklungsschritte des Schweizer Insiderrechts

Der Insidertatbestand wurde aufgrund internationalen Drucks, namentlich seitens der USA, geschaffen. Der am 1. Juli 1988 in Kraft getretene Art. 161 StGB³ wurde daher zunächst *lex americana*⁴ genannt. Der ursprüngliche Begriff der vertraulichen kursrelevanten Tatsache war auf bestimmte Ereignisse wie eine bevorstehende Emission neuer Beteiligungsrechte, eine Unternehmensverbindung und Sachverhalte von vergleichbarer Tragweite beschränkt (Art. 161 Ziff. 3 altStGB). Die bundesgerichtliche Praxis konkretisierte, dass namentlich das Ausnützen von vertraulichen Tatsachen im Vorfeld von Gewinnwarnungen nicht vom Tatbestand erfasst sei.⁵

Mit der am 1. Oktober 2008 in Kraft getretenen Teilrevision wurde der Kritik, wonach der Begriff der vertraulichen kursrelevanten Tatsache zu eng gefasst sei, Rechnung getragen, indem die einschränkende *Ziffer 3* des Art. 161 StGB ersatzlos gestrichen wurde. Die Konkretisierung des Begriffs der vertraulichen kursrelevanten Tatsachen erfolgt seither in der Praxis be-

³ Schweizerisches Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937, SR 311.0 (zit. StGB).

⁴ Vgl. LEUENBERGER CHRISTIAN, Die materielle kapitalmarktstrafrechtliche Regulierung des Insiderhandels *de lege lata* und *de lege ferenda* in der Schweiz, Diss. Zürich/St.Gallen 2010, 4; TRECHSEL STEFAN/JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL MARC, in: TRECHSEL et al., Schweizerisches Strafgesetzbuch, Praxiskommentar, Zürich/St.Gallen 2008, Art. 161 N 1; SILVAN HÜRLIMANN, Der Insiderstraftatbestand, Art. 161 StGB *de lege lata* und *de lege ferenda*, GesKR 4/2006, 308 (zit. HÜRLIMANN, GesKR); DAENIKER DANIEL/LAMBERT CLAUDE, Kann ein Manager überhaupt noch Aktien seiner Gesellschaft erwerben?, GesKR 4/2008, 1; PETER CHRISTOPH, in: NIGGLI/WIPRÄCHTIGER (Hrsg.), Basler Kommentar – Strafrecht II, Art. 111-392 StGB, 2. Aufl., Basel 2007, Art. 161 N 9 (zit. BaK Strafrecht II-BE-ARBEITER).

⁵ Vgl. BGE 118 Ib 547, E. 3; BGer-Urteil 2A.567/2001 vom 15. April 2002, E. 6.2; vgl. auch TRECHSEL/JEAN-RICHARD (FN 4), Art. 161 N 13; BÖCKLI PETER/BÜHLER CHRISTOPH B., Vorabinformationen an Grossaktionäre: Möglichkeiten und Grenzen nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, SZW 77 (2005), 111.

ziehungsweise Rechtsprechung. Die Botschaft 2006⁶ verweist immerhin auf die bereits bestehende Praxis zum gleichlautenden Begriff im Bereich der börsenregulatorischen *Ad hoc*-Publizität (Art. 53 Kotierungsreglement⁷ bzw. Art. 72 altKotierungsreglement)⁸.

Mit dem Rundschreiben 2008/38 der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA („FINMA“)⁹, welches am 1. Januar 2009 in Kraft trat, wurden Marktverhaltensregeln für Beaufsichtigte geschaffen, welche u.a. ein aufsichtsrechtliches Verbot des Insiderhandels neben das strafrechtliche Regime stellen.

Aktuell werden die Börsendelikte und – als wesentlicher Teil davon – das Insiderhandelsverbot straf- und aufsichtsrechtlich totalrevidiert. Nachdem die Expertengruppe unter der Leitung von Prof. Dr. ROLF WATTER im Expertenbericht vom 29. Januar 2009¹⁰ ein kohärentes, griffiges Regime vorgelegt hatte, veröffentlichte der Bundesrat am 15. Januar 2010 den Vernehmlassungsentwurf¹¹ und am 31. August 2011 wurde die Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch)¹² verabschiedet. Während einzelne Revisionsbereiche – wie die Abschaffung der übernahmerechtlichen Kontrollprämie gemäss Art. 32 Abs. 4 BEHG¹³ – erst im Laufe der Revisionsarbeiten aufgegriffen wurden, war die Revision des Insider-

⁶ Botschaft zur Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches (Streichung von Art. 161 Ziff. 3 StGB) vom 8. Dezember 2006, BBl 2006, 439 ff.

⁷ Kotierungsreglement der SIX Exchange Regulation vom 1. April 2011 (zit. Kotierungsreglement).

⁸ Vgl. BBl 2006, 445.

⁹ FINMA-Rundschreiben 2008/38 Marktverhaltensregeln: Aufsichtsregeln zum Marktverhalten im Effektenhandel vom 28. November 2008 (zit. FINMA-RS 08/38).

¹⁰ Abrufbar unter <<http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/01375/index>> (zit. Expertenbericht).

¹¹ Abrufbar unter <<http://www.efd.admin.ch/dokumentation/gesetzgebung/00571/01634/index>>.

¹² BBl 2001, 6873 ff., abrufbar unter <<http://www.efd.admin.ch/dokumentation/gesetzgebung/00570/02282/index.html?lang=de>>.

¹³ Bundesgesetz vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG), SR 954.1 (zit. BEHG).

strafrechts ein wesentlicher Auslöser der Revision. Mit dem Inkrafttreten der geänderten Bestimmungen kann nicht vor Frühjahr 2013 gerechnet werden.

3. Geschützte Rechtsgüter

In Zeiten des gesetzgeberischen Umbruchs ist eine klare Vorstellung über die zu schützenden Rechtsgüter unabdingbar.

Der District Judge RICHARD HOLWELL hat im Zusammenhang mit dem Galleon-Fall festgehalten: „*There may not be readily identifiable victims, but when the playing field is not level, the integrity of the marketplace is called into question and the public suffers.*“¹⁴ Das amerikanische Recht schützt die Funktionsfähigkeit des Marktes sowie die Chancengleichheit der Marktteilnehmer und dies unabhängig davon, ob ein Marktteilnehmer konkret einen Schaden erlitten hat.

Das geltende Schweizer Insiderstrafrecht schützt neben der Integrität bzw. Funktionsfähigkeit des schweizerischen Kapitalmarktes (*Funktionsschutz*) und der Chancengleichheit der Anleger (*Individualschutz*) auch die Treuepflicht des Insiders gegenüber seinem Unternehmen.¹⁵ Die Revisionsvorlage beschränkt sich hingegen auf den Individual- und Funktionsschutz. Mit der bewussten Aufgabe der Treuepflicht als geschütztes Rechtsgut wurde der Primärtäterkreis auf *Personen ohne Treuepflicht* ausgeweitet.¹⁶

¹⁴ U.S. v. Raj Rajaratnam et al., U.S. District Court for the Southern District of New York, No. 09-01184; Zitat abrufbar unter <<http://wjlt.a.wordpress.com/2011/10/14/non-monetary-punishment-for-insider-trading/>>.

¹⁵ Vgl. BGE 118 Ib 448, E. 6c (Pra 82 (1993) Nr. 149); HÜRLIMANN, GesKR (FN 4), 309 ff.; DONATSCH ANDREAS, Strafrecht III, Delikte gegen den Einzelnen, 9. Aufl., Zürich 2008, 304; TRECHSEL/JEAN-RICHARD (FN 4), Art. 161 N 2; TRIPPEL MICHAEL/URBACH GUIDO, in: WATTER/VOGT (Hrsg.), Basler Kommentar zum Börsengesetz Finanzmarktaufsichtsgesetz, Basel 2011, Art. 161 N 4 (zit. BaK BEHG-BEARBEITER); BaK Strafrecht II-PETER (FN 4), Art. 161 N 10 f.; FREYMOND DIANE/VOGT HANS-UELI, Die Pflicht zur Verhinderung von Insiderdelikten, in: ACKERMANN (Hrsg.), Strafrecht als Herausforderung. Zur Emeritierung von Professor Niklaus Schmid, Analysen und Perspektiven von Assistierenden des Rechtswissenschaftlichen Instituts des Universität Zürich, Zürich 1999, 175 ff.

¹⁶ Vgl. BBl 2011, 6886 f.

II. Verbot des Insiderhandels – geltende Regelung

1. Allgemeines

Damit die Revisionsvorlage mit der geltenden Regelung verglichen werden kann, werden nachfolgend zunächst die Eckwerte des geltenden strafrechtlichen (II.2.) und aufsichtsrechtlichen Insidertatbestandes (II.3.) umrissen und der verfahrensrechtliche Rahmen dargestellt (II.4.).

2. Strafrechtliches Insiderhandelsverbot – Art. 161 StGB

a) *Tatbestandsmerkmale des Sonderdelikts (Art. 161 Ziff. 1 StGB)*

Beim derzeit geltenden Straftatbestand von Art. 161 Ziff. 1 StGB handelt es sich um ein *echtes Sonderdelikt*.¹⁷ Der mögliche *Täterkreis* ist abschliessend geregelt.¹⁸ Als echte Insider sind Mitglieder des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung oder der Revisionsstelle und als unechte Insider sind Beauftragte einer Aktiengesellschaft, Mitglieder einer Behörde, Beamte oder Hilfspersonen einer der vorgenannten Personen erfasst.¹⁹

Eine subsidiäre Unternehmensstrafbarkeit nach Art. 102 Abs. 1 StGB ist grundsätzlich denkbar, hat jedoch kaum praktische Bedeutung, da die Identifizierung der handelnden Personen typischerweise keine Probleme bereitet. Häufig dürfte zudem das Kriterium, wonach das Insiderdelikt in Ausübung geschäftlicher Verrichtung im Rahmen des Unternehmenszwecks begangen werden muss, nicht erfüllt sein. Durch geeignete Organisation (d.h. ein gelebtes Insiderreglement und Insiderlisten) lässt sich die subsidiäre Unternehmensstrafbarkeit zudem ganz vermeiden.

¹⁷ Vgl. DONATSCH (FN 15), 305; TRECHSEL/JEAN-RICHARD (FN 4), Art. 161 N 3; BaK BEHG-TRIPPEL/URBACH (FN 15), Art. 161 N 5; STRATENWERTH GÜNTHER/JENNY GUIDO/BOMMER FELIX, *Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil I: Straftaten gegen Individualinteressen*, 7. Aufl., Bern 2010, § 21 N 12.

¹⁸ Vgl. DONATSCH (FN 15), 306.

¹⁹ Vgl. TRECHSEL/JEAN-RICHARD (FN 4), Art. 161 N 3; BaK BEHG-TRIPPEL/URBACH (FN 15), Art. 161 N 6; HÜRLIMANN, *GesKR* (FN 4), 311.

Als *Tathandlungen* sind erfasst: (i) das Ausnützen und (ii) das Zur-Kennntnis-Bringen (sog. *Tipping* oder Ausplauderdelikt) einer vertraulichen kursrelevanten Tatsache. Als Auslegungshilfe zum Begriff der kursrelevanten Tatsache verweist die Botschaft 2006 auf die Praxis der SIX Exchange Regulation²⁰ zur *Ad hoc*-Publizität.²¹ Damit handelt es sich bei der Tatsache grundsätzlich um eine *unternehmensinterne Tatsache*. Das Wissen um eine tiefgreifende währungspolitische Massnahme der Nationalbank stellt daher keine unternehmensinterne Tatsache dar und ist folglich nicht vom Insiderstatbestand erfasst.²² Gleiches gilt bspw. beim Wissen um eine kursrelevante Investitionsstrategie eines bedeutenden (nicht kotierten) Investors (wie bspw. George Soros). Umstritten ist, ob die reine Kauf- oder Verkaufsempfehlung ohne Mitteilung der eigentlichen kursrelevanten Information vom Tatbestand erfasst ist.²³

Eine *Tatsache* liegt auf der Zeitachse – abstrakt formuliert – m.E. erst dann vor, wenn deren Eintreten wahrscheinlicher ist als deren Scheitern.²⁴ Daher

²⁰ Vormals SWX Swiss Exchange.

²¹ „Diese Anlehnung von Art. 161 StGB an Art. 72 KR erscheint sinnvoll, da die Pflichten im Rahmen der *Ad hoc*-Publizität und das Strafrecht wie zwei Zahnräder ineinander greifen müssen, um nicht Missbräuchen und Strafbarkeitslücken die Türe zu öffnen.“ (MARTIN LANZ/MICHAEL GRUBER, *Due Diligence bei öffentlichen Übernahmeangeboten*, GesKR 3/2007, 292).

²² Vgl. Kommentar der SIX Exchange Regulation zur *Ad hoc*-Publizitäts-Richtlinie vom 29. Oktober 2008 (Kommentar zur RLhP), N 38 ff.

²³ Bejahend: SCHMID NIKLAUS, *Schweizerisches Insiderstrafrecht: Ein Kommentar zu Art. 161 des Strafgesetzbuches: Ausnützen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen*, Bern 1988, N 253, 296; DONATSCH (FN 15), 310; HÜRLIMANN SILVAN, *Der Insiderstrafstatbestand, Rechtsvergleichende Studie der schweizerischen und der US-amerikanischen Regelung unter Berücksichtigung der EU-Richtlinien und der aktuellen Entwicklungen im Finanzmarktrecht*, Zürich/Basel/Genf 2005, 94 f. (zit. HÜRLIMANN, *Insiderstrafstatbestand*); verneinend: TRECHSEL/JEAN-RICHARD (FN 4), Art. 161 N 20; BÖCKLI PETER, *Schweizer Insiderrecht und Banken, Einfluss der EG-Richtlinie von 1989*, AJP 1993, 769, 774 (zit. BÖCKLI, AJP); STRATENWERTH/JENNY/BOMMER (FN 17), § 21 N 25.

²⁴ Vgl. dazu im Einzelnen WATTER ROLF/HOCH CLASSEN MARIEL, *Insiderrecht im Beratungsalltag – Drei Fallstudien*, in: SETHE/HEINEMANN/HILTY/NOBEL/ZÄCH (Hrsg.), *Festschrift für Rolf H. Weber zum 60. Geburtstag*, Bern 2011 (zit. *Festschrift Weber*), 380 m.w.H.; APPENZELLER HANSJÜRG, *Ad hoc*-Publizität bei M&A-

sind Absichten und Planungsvarianten sowie erste Zwischenschritte wie der Abschluss einer Vertraulichkeitsvereinbarung aufgrund der zu geringen *Eintretenswahrscheinlichkeit* typischerweise keine Tatsachen.

Das Element der *Vertraulichkeit* entfällt, sobald die Tatsache durch einen Dritten – wenn auch nur mit Anstrengung – erlangbar ist.²⁵ Die Rechtsprechung hat die *Kursrelevanz* (d.h. die voraussichtlich erhebliche Beeinflussung des Kurses) bisher nicht durch Schwellenwerte konkretisiert, und die Praxis zur *Ad hoc*-Publizität lehnt dies grundsätzlich ab.²⁶ Die Lehre nennt erwartete Kursschwankungen von 5%-10% resp. 10%-20%²⁷ als Orientie-

Transaktionen, GesKR 4/2009, 468 f., der für den Eintritt der Endtatsache sogar *hohe Wahrscheinlichkeit* fordert.

²⁵ BGer 2A.230/1999 vom 2. Februar 2000, E. 6b; vgl. auch FORSTMOSER PETER, Insiderstrafrecht, Die neue schweizerische Strafnorm gegen Insider-Transaktionen, SAG 60 (1988), 122 ff.; EUGSTER KARIN/MAROLDA MARTÍNEZ LARISSA, Informationsasymmetrie im Vorfeld von Umstrukturierungen, GesKR 1/2007, 48; WOHLERS WOLFGANG, Insiderrechtliche Schranken für die Offenlegung von Informationen im Rahmen von Firmenübernahmen und beim Pakethandel, Festschrift Weber, 397 FN 25 m.w.H.

²⁶ Vgl. Kommentar zur RLahP, N 3 f.

²⁷ SCHMID (FN 23), N 227, stuft Schwankungen von 20% bei Aktien als erheblich ein; DONATSCH ANDREAS, in: DONATSCH (Hrsg.), StGB Kommentar, Zürich 2010, Art. 161 N 7 und TRECHSEL/JEAN-RICHARD (FN 4), Art. 161 N 18, scheinen bei Aktien von einem Grenzwert zwischen 10 und 20% auszugehen, bei Obligationen lässt TRECHSEL/JEAN-RICHARD (FN 4), Art. 161 N 18, allerdings bereits Schwankungen von 3-4% genügen; GRONER ROGER, Aspekte des Insiderstatbestandes (Art. 161 StGB), in: ACKERMANN (Hrsg.), Strafrecht als Herausforderung. Zur Emeritierung von Professor Niklaus Schmid, Zürich 1999, 265; HÜRLIMANN, Insiderstraftatbestand (FN 23), 88 und SCHUBARTH MARTIN/ALBRECHT PETER, Kommentar zum Schweizerischen Strafrecht, Besonderer Teil 2, 2. Band: Art. 137-172 StGB, Bern 1990, Art. 161 N 73, sind der Ansicht, dass Schwankungen von mindestens 10% erheblich sind; BaK StGB II-PETER, Art. 161 N 28, betrachtet bei Aktien Kursveränderungen von 5-10% als erheblich; a.M. SCHWOB RENATE, Revisionsbedarf bei den Börsendelikten, in: WOHLERS (Hrsg.), Neuere Entwicklungen im schweizerischen und internationalen Wirtschaftsrecht, Zürich 2007, 29, die davon ausgeht, dass eine Kursschwankung, welche zur Einstellung des Handels der entsprechenden Effekte führt, immer erheblich ist, die übrige Bandbreite der Erheblichkeit aber offen bleibt.

rungswerte, wobei teilweise verlangt wird, dass diese Werte in Relation zur generellen Volatilität und Liquidität des Titels gesetzt werden.²⁸

Tatobjekt können in der Schweiz börslich oder vorbörslich gehandelte Aktien, andere Wertschriften oder Bucheffekten einer Schweizer oder ausländischen Gesellschaft oder Optionen auf solche sein.

Aufgrund der Ausgestaltung als *Erfolgsdelikt*²⁹ bedarf es als Taterfolg des Eintritts eines *Vermögensvorteils* beim Täter oder einem Dritten.

In *subjektiver* Hinsicht ist Vorsatz erforderlich, wobei nach der bundesgerichtlichen Rechtsprechung *Eventualvorsatz* reicht.³⁰ Ein bedeutender Teil der Lehre fordert hingegen sicheres Wissen bzw. *direkten Vorsatz* mit Bezug auf die vertrauliche kursrelevante Tatsache³¹. Umstritten ist jedoch, ob und inwiefern bezüglich der Erlangung eines Vermögensvorteils eine *direkte Absicht* des Insiders erforderlich ist.³²

b) *Tatbestandsmerkmale des gemeinen Delikts (Art. 161 Ziff. 2 StGB)*

Der Tatbestand gemäss *Ziffer 2* des Art. 161 StGB erfasst als Täterkreis jeden Tippnehmer (sog. *Tippee*)³³, weshalb es sich bei dieser Variante um ein *gemeines Delikt* handelt.³⁴ Irrelevant ist, ob die Information direkt oder indi-

²⁸ Vgl. APPENZELLER (FN 24), 474, der weitere Kriterien aufzählt; BaK BEHG-TRIPPEL/URBACH (FN 15), Art. 161 N 28; BaK StGB II-PETER (FN 4), Art. 161 N 28, welcher bei Obligationen wegen deren *per se* höheren Volatilität einen wesentlich stärkeren Kursausschlag verlangt.

²⁹ BaK BEHG-TRIPPEL/URBACH (FN 15), Art. 161 N 33.

³⁰ BGE 130 IV 58, E. 8.2; BGE 125 IV 242, E. 3b, c; BGE 119 IV 1, E. 5a; BaK BEHG-TRIPPEL/URBACH (FN 15), Art. 161 N 35 m.w.H.

³¹ BaK BEHG-TRIPPEL/URBACH (FN 15), Art. 161 N 35 f.; TRECHSEL/JEAN-RICHARD (FN 4), Art. 161 N 22; DONATSCH (FN 15), 311.

³² BaK BEHG-TRIPPEL/URBACH (FN 15), Art. 161 N 37; BaK StGB II-PETER (FN 4), Art. 161 N 33 m.w.H.

³³ STRATENWERTH/JENNY/BOMMER (FN 17), § 21 N 24; BaK BEHG-TRIPPEL/URBACH (FN 15), Art. 161 N 39.

³⁴ DONATSCH (FN 15), 312; BaK BEHG-TRIPPEL/URBACH (FN 15), Art. 161 N 5.

rekt (sog. *Kettentipp*) von einem Insider gemäss *Ziffer 1* stammt.³⁵ Als Tat handlung wird aufgrund der fehlenden Treuepflicht dieser Personen *nur das Ausnützen* einer vertraulichen kursrelevanten Tatsache erfasst. Tatobjekt und Taterfolg sowie der subjektive Tatbestand entsprechen demjenigen gemäss Art. 161 Ziff. 1 StGB.

3. Aufsichtsrechtliches Insiderhandelsverbot – FINMA-Rundschreiben 08/38 (Marktverhaltensregeln)

Der Tatbestand des aufsichtsrechtlichen Insiderverbotes gemäss FINMA-RS 08/38 ist wie folgt definiert: Als *Täter* kommen ausschliesslich *beaufsichtigte Personen* in Betracht (insb. Banken, Effektenhändler und Fondsleitungen) und zwar unabhängig von deren Rechtsform.³⁶ Die *Tathandlung* erfasst das *Verwenden von vertraulichen preissensitiven Informationen* unter ausdrücklichem Einschluss von reinen Kauf- und Verkaufsempfehlungen.³⁷ Solange eine Information nicht allgemein zugänglich (bspw. in den Medien oder in den der Finanzbranche üblichen Informationskanälen) oder veröffentlicht ist, gilt sie aufsichtsrechtlich als *vertraulich*.³⁸

Eine *subjektive Tatbestandskomponente* bzw. ein persönliches Verschulden des Betroffenen wird grundsätzlich nicht verlangt, da das Aufsichtsrecht im Unterschied zum Strafrecht nicht auf die Vergeltung eines Fehlverhaltens abzielt.³⁹

³⁵ STRATENWERTH/JENNY/BOMMER (FN 17), § 21 N 25; BaK BEHG-TRIPPEL/URBACH (FN 15), Art. 161 N 43.

³⁶ Vgl. FINMA-RS 08/38, N. 4-6.

³⁷ Vgl. FINMA-RS 08/38, N. 12; Beim strafrechtlichen Tatbestand ist umstritten, ob reine Kauf- und Verkaufsempfehlungen unter geltendem Recht erfasst sind (vgl. oben, II.2.a).

³⁸ Vgl. FINMA-RS 08/38, N. 7-9, dies im Unterschied zum enger definierten strafrechtlichen Begriff der Vertraulichkeit (vgl. oben, II.2.a).

³⁹ Vgl. BBl 2011, 6879, 6888: Die verschuldete Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen kann aber in bestimmten Fällen strafrechtlich sanktioniert werden; so die Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen nach Artikel 20 BEHG (vgl. Art. 41 BEHG).

4. Eckwerte des straf- und aufsichtsrechtlichen Verfahrens

Die *Verfolgungskompetenz* kommt im Strafverfahren den kantonalen Strafverfolgungsbehörden, im Aufsichtsverfahren der FINMA zu. Im Strafverfahren kommt die Schweizerische Strafprozessordnung⁴⁰ zur Anwendung, während das Aufsichtsverfahren dem Verwaltungsverfahrensgesetz⁴¹ untersteht. Im Strafverfahren muss zunächst der kantonale *Instanzenzug* ausgeschöpft werden, bevor das Bundesgericht angerufen werden kann. Im Aufsichtsverfahren kann eine Verfügung der FINMA zunächst beim Bundesverwaltungsgericht und anschliessend beim Bundesgericht angefochten werden.

Als *maximale Sanktion* bei Vorliegen strafrechtlichen Insiderhandels gemäss Sonderdelikt (Art. 161 Ziff. 1 StGB) ist eine Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe vorgesehen, beim *gemeinen Delikt* (Art. 161 Ziff. 2 StGB) eine Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder Geldstrafe. Hinzu kommt bei allen Tatbestandsvarianten Gewinneinziehung gemäss Art. 70 Abs. 1 StGB. Eine Wiedergutmachung nach Art. 53 StGB ist grundsätzlich möglich und führt zu Strafflosigkeit.

Die *Massnahmen*, welche die FINMA im Aufsichtsverfahren verfügen kann, sind einerseits im Finanzmarktaufsichtsgesetz⁴² (insb. Gewinneinziehung, Berufsverbot, Bewilligungsentzug sowie die Veröffentlichung von Verfügungen⁴³) und anderseits im Börsengesetz (Tätigkeitsverbot nach Art. 35a BEHG) geregelt.

⁴⁰ Schweizerische Strafprozessordnung vom 5. Oktober 2007, SR 312.0 (zit. StPO).

⁴¹ Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren vom 20. Dezember 1968, SR 172.021 (zit. VwVG).

⁴² Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22. Juni 2007, SR 956.1 (zit. FINMAG).

⁴³ Vgl. Art. 33 ff. FINMAG.

III. Die Insiderhandelsverbote gemäss Revisionsvorlage

1. Allgemeines

Im Rahmen der hängigen Revision sollen die Börsendelikte (Insiderhandel und Kursmanipulation) *vom StGB ins BEHG* überführt und gemeinsam mit den aufsichtsrechtlichen Tatbeständen an einem einheitlichen Ort geregelt werden. Aufgrund der weitgehenden Übereinstimmung des Gesetzeszwecks des Börsengesetzes mit dem Schutzzweck⁴⁴ der Börsendelikte drängt sich das BEHG als Verankerungsort auf, was eine einheitliche Verwendung und Auslegung der börsengesetzlichen Terminologie sicherstellt.⁴⁵

Die Beschreibung und Kommentierung der wesentlichen Änderungen der Revisionsvorlage erfolgt nachfolgend zunächst betreffend den strafrechtlichen (III.2.) und anschliessend betreffend den aufsichtsrechtlichen Tatbestand (III.3.).

2. Strafrechtliches Insiderhandelsverbot – Art. 40 E-BEHG

Der revidierte strafrechtliche Tatbestand findet sich in Art. 40 E-BEHG. Das strafrechtliche Insiderhandelsverbot soll eine *Ausdehnung und Präzisierung* erfahren.

Beim *Täterkreis* des strafrechtlichen Tatbestandes unterscheidet der Entwurf neu zwischen *Primär-, Sekundär- und Zufallsinsidern*. Als *Primärinsider* gilt jede Person mit *bestimmungsgemäsem Zugang* zu Insiderinformationen (Art. 40 Abs. 1 E-BEHG), d.h. neu bspw. auch Aktionäre, F&E-Leiter, Anwälte, etc. Als *Sekundärinsider* werden Personen qualifiziert, die Insiderinformationen (i) *gezielt von Primärinsidern* erhalten⁴⁶ oder (ii) durch ein Verbrechen oder Vergehen erlangen (Art. 40 Abs. 3 E-BEHG). Alle übrigen

⁴⁴ Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und Anlegerschutz.

⁴⁵ BBl 2011, 6886 f.

⁴⁶ Als Beispiel eines Falles, bei dem der Sekundärinsider die Information *gezielt* durch einen Primärinsider mitgeteilt erhielt, wird das Offenlegen von Informationen im Rahmen einer Due Diligence bei Übernahmeverhandlungen erwähnt; BBl 2011, 6906.

Personen (bspw. der mithörende Taxifahrer, der Empfänger einer fälschlicherweise an ihn versandten Email oder der Finder eines liegen gelassenen vertraulichen Berichts) sind als *Zufallsinsider* erfasst (Art. 40 Abs. 4 E-BEHG).

Die erfassten *Tathandlungen* gemäss Art. 40 Abs. 1 lit. a-c E-BEHG sind (i) das *Ausnützen* einer Insiderinformation durch Täter jeder Täterstufe (lit. a), (ii) das zur Kenntnis bringen (*Tipping*) einer Insiderinformation (lit. b) sowie (iii) das Erteilen einer Kauf- oder Verkaufsempfehlung gestützt auf eine Insiderinformation (lit. c), wobei *Tipping* und Kauf- oder Verkaufsempfehlung nur durch Primärinsider begangen werden können. Dies wird dadurch begründet, dass eine vertragliche oder organschaftliche Pflicht zur Geheimhaltung lediglich Personen trifft (resp. bei sorgfältiger Vertragsgestaltung treffen müsste), die einen bestimmungsgemässen Zugang zu Insiderinformationen haben.

Der Begriff der *Insiderinformation* wird in Art. 2 lit. f E-BEHG definiert und ersetzt den geltenden Begriff der vertraulichen kursrelevanten Tatsache. Die Botschaft stellt klar: „Der Ausdruck ‘vertrauliche Information’ entspricht inhaltlich demjenigen der ‘vertraulichen Tatsache’ gemäss dem geltenden Artikel 161 StGB.“⁴⁷ Eine Ausweitung des sachlichen Anwendungsbereichs gehe mit der terminologischen Anpassung nicht einher.⁴⁸ Damit orientiert sich die Auslegung des Begriffs weiterhin an der Praxis der SIX Exchange Regulation im Bereich der *Ad hoc*-Publizität.⁴⁹ Aufgrund der weiterhin geltenden bundesgerichtlichen Rechtsprechung entfällt das *Vertraulichkeitserfordernis*, sobald die Information – wenn auch nur mit Anstrengung – durch

⁴⁷ BBl 2011, 6899.

⁴⁸ BBl 2011, 6886: „Der Begriff der ‘Tatsache’ wird durch ‘Information’ ersetzt. 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“.

⁴⁹ Vgl. oben, I.2.

Nichtinsider erlangbar ist.⁵⁰ Dies ist im Zusammenhang mit *Ad hoc*-Mitteilungen, welche der Markt erst teilweise verarbeitet hat, von Bedeutung.⁵¹

Als *Tatobjekt* sind gemäss Revisionsvorlage in der Schweiz an einer Börse oder börsenähnlichen Einrichtung gehandelte *Effekten* und *daraus abgeleitete Finanzinstrumente* (inkl. OTC-Produkte⁵²) erfasst. Nicht erfasst sind weiterhin bspw. Devisen oder Rohstoffe.⁵³

Als *Taterfolg* wird unverändert der Eintritt eines Vermögensvorteils beim Täter oder einem Dritten vorausgesetzt. Dieses Element soll gemäss nationalrätlichem Beschluss vom 14. Juni 2012 entfallen und stellt eine meines Erachtens ungerechtfertigte Verschärfung des Tatbestandes dar. Der Ständerat berät darüber voraussichtlich in der Herbstsession 2012. In subjektiver Hinsicht ist ebenfalls unverändert *Vorsatz* erforderlich.⁵⁴

3. Aufsichtsrechtliches Insiderhandelsverbot – Art. 33e E-BEHG

Der aufsichtsrechtliche Tatbestand soll mit Art. 33e E-BEHG ebenfalls im Börsengesetz verankert werden. Anders als unter dem geltendem FINMARSR 08/38 sollen als *Täter* des aufsichtsrechtlichen Tatbestandes neu *sämtliche Marktteilnehmer* (d.h. auch Nichtbeaufsichtigte) erfasst werden.

Das *Tatobjekt* und die *Tathandlung* sind mit denjenigen des Straftatbestandes identisch, weshalb auf die entsprechenden Ausführungen verwiesen werden kann.⁵⁵

Die Ausführungen in der Botschaft, wonach *Frontrunning*, *Parallelrunning*, *Afterrunning* sowie *Scalping* vom aufsichtsrechtlichen Insidertatbestand er-

⁵⁰ Vgl. oben, II.2.a.

⁵¹ Insiderreglemente sehen typischerweise eine „Verarbeitungsfrist“ von bis zu zwei Börsentagen vor, während der das Handelsverbot aufrecht erhalten wird.

⁵² BBl 2011, 6906.

⁵³ Dieser Umstand ist im Zusammenhang mit dem Rücktritt des Präsidenten der Schweizer Nationalbank Anfang 2012 als *Strafbarkeitslücke* der Revisionsvorlage identifiziert worden.

⁵⁴ BBl 2011, 6907.

⁵⁵ Vgl. oben, III.2.

fasst sein sollen, wirft grundlegende Fragen auf, die einer Klärung bedürfen. Da gemäss Botschaft die Bedeutung des Begriffs „Insiderinformation“ mit dem geltenden Begriff der kursrelevanten Tatsache identisch ist, können die erwähnten Handlungen nicht erfasst sein, da sie Ereignisse ausserhalb des in Frage stehenden Emittenten betreffen.⁵⁶ Falls es jedoch Wille des Gesetzgebers sein sollte, den Begriff der Insiderinformation auf *unternehmensexterne Sachverhalte* (bspw. bevorstehende währungspolitische Entscheide oder bedeutende Trades eines Superinvestors) auszuweiten, so wäre diese bedeutende Änderung aus Gründen der Rechtssicherheit adäquat zu kommunizieren. Die Ausweitung würde zudem nicht nur den aufsichtsrechtlichen sondern auch den strafrechtlichen Tatbestand betreffen, da sich beide auf den in Art. 2 lit. f E-BEHG vorangestellten einheitlichen Begriff der Insiderinformation beziehen.⁵⁷

Der aufsichtsrechtliche Tatbestand verlangt *keinen Vermögensvorteil* als *Tat-erfolg*. Subjektiv ist *kein Verschulden* erforderlich. Immerhin wird vorausgesetzt, dass der Täter *wusste* oder *hätte wissen müssen*, dass es sich um eine Insiderinformation handelt und dass die Insiderinformation für die Tathandlung kausal war.⁵⁸

In Art. 33e Abs. 2 E-BEHG wird der Bundesrat beauftragt, Vorschriften über die zulässige Verwendung von Insiderinformationen zu erlassen.

4. Eckwerte des straf- und aufsichtsrechtlichen Verfahrens

Auch verfahrensrechtlich sind in der Revisionsvorlage Änderungen vorgesehen: Im Strafverfahren soll die *Verfolgungskompetenz* neu der *Bundesanwaltschaft* zukommen, während im Aufsichtsverfahren weiterhin die FINMA zuständig ist. Das Strafverfahren ist weiterhin durch die StPO geregelt, das Aufsichtsverfahren untersteht dem VwVG. Im Strafverfahren entscheidet

⁵⁶ Vgl. oben, II.2.a).

⁵⁷ Die Botschaft nennt im Zusammenhang mit dem strafrechtlichen Insidertatbestand jedoch an keiner Stelle, dass neu auch *Front-*, *Parallel-* und *Afterrunning* sowie *Scalping* erfasst sein sollen.

⁵⁸ BBl 2011, 6901 f.: Massstab für das Wissen-Müssen ist die pflichtgemässe Aufmerksamkeit eines durchschnittlichen Marktteilnehmers.

erstinstanzlich das *Bundesstrafgericht* und zweitinstanzlich das Bundesgericht. Im Aufsichtsverfahren kann eine FINMA-Verfügung weiterhin zunächst beim Bundesverwaltungsgericht und anschliessend beim Bundesgericht angefochten werden.

Die *Sanktionen* sind im *Strafverfahren* für Tatbestände des *Primärinsiders* gemäss Art. 40 Abs. 1 E-BEHG Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe. Im Falle eines Vermögensvorteils von mindestens CHF 1 Mio. wird neu Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren eingeführt (Art. 40 Abs. 2 E-BEHG). Durch Schaffung dieses als *Verbrechen* ausgestalteten qualifizierten Tatbestandes, der als mögliche *Vortat zur Geldwäscherei* nach Art. 305^{bis} StGB qualifiziert, werden einerseits die GAFI-Empfehlungen erfüllt,⁵⁹ andererseits ermöglicht dies die Unterzeichnung des Übereinkommens des Europarats vom 16. Mai 2005 über Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung sowie Ermittlung, Beschlagnahme und Einziehung von Erträgen aus Straftaten.⁶⁰ Die Maximalstrafe für *Sekundärinsider* ist Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder Geldstrafe, diejenige für *Zufallsinsider* ist Busse (Art. 40 Abs. 3 und 4 E-BEHG). Zu den Maximalstrafen kommt die Möglichkeit der Gewinneinziehung gemäss Art. 70 Abs. 1 StGB hinzu. Weiterhin möglich bleiben soll aber auch eine Wiedergutmachung nach Art. 53 StGB, welche die Strafbefreiung durch Entrichtung eines Pauschalbetrages zulässt.⁶¹

Im *aufsichtsrechtlichen* Verfahren unterscheidet sich der zugelassene *Massnahmenkatalog*, je nachdem ob der Verstoss durch einen Beaufsichtigten oder einen Nichtbeaufsichtigten begangen wurde. Bei Beaufsichtigten stehen sämtliche Massnahmen gemäss FINMAG zur Verfügung (insb. Einziehung, Berufsverbot, Entzug von Bewilligungen sowie die Veröffentlichung von Verfügungen) sowie ein Tätigkeitsverbot nach Art. 35a BEHG. Gegen die übrigen Marktteilnehmer können die Auskunftspflicht, Feststellungsverfügung, Veröffentlichung der aufsichtsrechtlichen Verfügung (*naming and*

⁵⁹ Abrufbar unter <<http://www.fatf-gafi.org/media/fatf/documents/40%20Recommendations.pdf>>.

⁶⁰ Abrufbar unter <<http://conventions.coe.int/Treaty/EN/Treaties/Html/198.htm>>.

⁶¹ Diese Möglichkeit ist allerdings aufgrund einiger prominenter Fälle politisch unter Druck geraten und eine Änderung der Bestimmung soll aktuell erarbeitet werden (vgl. Motion der Kommission für Rechtsfragen des Nationalrates für eine vernünftige Revision von Artikel 53 StGB [Motion 11.4041 vom 10. November 2011]).

shaming) sowie Einziehung des Gewinns als Massnahmen angeordnet werden.⁶²

Das straf- und das aufsichtsrechtliche Insiderhandelsverbot sollen *kumulativ Anwendung* finden, wobei dem aufsichtsrechtlichen Verfahren mit geringeren Hürden in zeitlicher Hinsicht in der Regel Vorrang zukommen soll.⁶³

IV. Drei Schwerpunkte

1. Allgemeines

Nachfolgend werden drei insiderrechtliche Themen detaillierter beleuchtet und in Bezug zur hängigen Revisionsvorlage gesetzt: Die Tragweite des Grundsatzes „Niemand kann sein eigener Insider sein“ (IV.2.), *Verwertungsrisiken* im Strafverfahren (IV.3.), und die in den USA vermehrt als Verteidigung eingesetzte *Mosaik-Theorie* (IV.4.).

2. „Niemand kann sein eigener Insider sein“

a) Grundsatz und Versuch einer gesetzlichen Verankerung

Der erstmals von PETER FORSTMOSER⁶⁴ umrissene Ausnahmetatbestand oder *safe harbour*, wonach „niemand sein eigener Insider sein kann“, ist im geltenden Recht nicht ausdrücklich verankert. Die Lehre befürwortet dessen Geltung im Grundsatz, doch werden dessen Grenzen im Einzelnen kontrovers beurteilt.⁶⁵ Das Bundesgericht hat den Grundsatz implizit ebenfalls anerkannt.⁶⁶

⁶² Vgl. Art. 34 E-BEHG i.V.m. Art. 29 ff. FINMAG.

⁶³ BBl 2011, 6879.

⁶⁴ FORSTMOSER (FN 25), 122 ff., 132.

⁶⁵ DONATSCH (FN 15), 312; TRECHSEL/JEAN-RICHARD (FN 4), Art. 161 N 3; BÜHLER CHRISTOPH B./HÄRING DANIEL, Die selbstgeschaffene Insiderinformation, GesKR 4/2009, 455 f.; KÖNIG DANIELA, Das Verbot von Insiderhandel, Eine rechtsverglei-

In der Lehre ist allgemein anerkannt, dass ein Übernehmer, welcher Aktien der Zielgesellschaft kauft, ohne seine Übernahmeabsicht publik zu machen, straffrei bleiben soll, sofern er – abgesehen vom Wissen um die geplante Übernahme – nicht über weitere kursrelevante Insiderinformationen verfügt. Ob resp. in welcher Situation bspw. der Handel mit eigenen Aktien und andere mögliche Konstellationen vom *safe harbour* erfasst sind, ist umstritten.⁶⁷

Im Rahmen der Revisionsvorlage wurde es bedauerlicherweise versäumt, den *safe harbour* im Gesetz adäquat zu verankern. Der strafrechtliche Tatbestand nennt die Ausnahme weiterhin nicht. In der aufsichtsrechtlichen Bestimmung wird dem Bundesrat der Auftrag erteilt, erlaubte Handlungen wie Käufe des Anbieters im Vorfeld eines öffentlichen Kaufangebots – der unumstrittene Hauptanwendungsfall des *safe harbour* – zu regeln.⁶⁸ Als Grund wird der Umstand angeführt, dass der aufsichtsrechtliche Tatbestand aufgrund der fehlenden Erfordernisse des Vermögensvorteils, der Bereicherungsabsicht und des Verschuldens sonst zu weit greife.⁶⁹ Daraus könnte der Umkehrschluss gezogen werden, dass der *safe harbour* nur im Aufsichtsrecht, nicht aber im Strafrecht gelten solle.⁷⁰ Dies wäre jedoch weder sach-

chende Analyse des schweizerischen Rechts und der Regelungen der USA und der EU, Diss. Zürich 2006 (SSHW Bd. 249), 210 ff.; WOHLERS (FN 25), 399 f.

⁶⁶ BGer 1A.110/2002 vom 26. November 2002, E. 4.4: „[...] Da es sich bei der Beschwerdeführerin und der betroffenen Gesellschaft (LLB) um zwei verschiedene juristische Personen handelt, kommt auch der Grundsatz, wonach „niemand sein eigener Insider“ sein könne, im vorliegenden Fall nicht zur Anwendung; die Verhaltensweise der Beschwerdeführerin war nicht darauf gerichtet, bei der LLB einen Vermögensvorteil zu erzielen. [...]“.

⁶⁷ Vgl. hierzu BÖCKLI PETER, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009, § 4 N 282b f. (zit. BÖCKLI, Aktienrecht), der den Grundsatz nur insoweit anerkennt, als die Informationen sich auf den anstehenden Aktienrückkauf als solchen beziehen; vgl. hierzu auch BaK BEHG-TRIPPEL/URBACH (FN 15), Art. 161 N 34.

⁶⁸ BBl 2011, 6902.

⁶⁹ BBl 2011, 6888.

⁷⁰ Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang, dass sich eine ausdrückliche gesetzliche Regelung dieses Grundsatzes in der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation ABl L 184 vom 17. Juli 1999 (Marktmissbrauch; zit. „MAD“) findet (vgl. Art. 8 MAD: „Die in dieser Richtlinie ausgesprochenen Verbote gelten nicht für den Handel mit

gemäss, noch im Interesse der Rechtssicherheit. Es ist zu hoffen, dass der Vorschlag des Expertenberichts, der dem langjährigen Ruf aus Lehre und Praxis nach mehr Rechtssicherheit in geeigneter Weise nachgekommen ist, doch noch Eingang in die Revisionsvorlage findet.⁷¹

b) Drei Anwendungsbeispiele

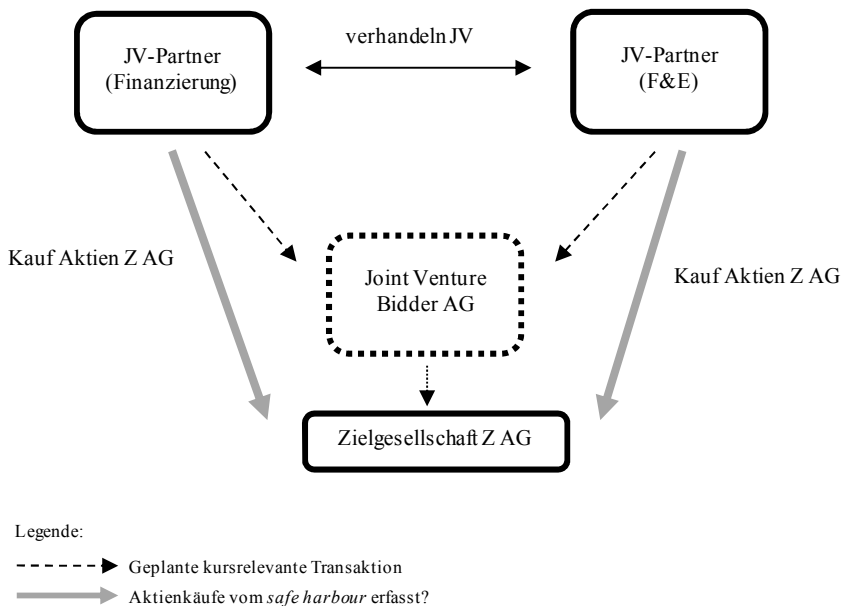
Nachfolgend wird anhand von drei Beispielen aufgezeigt, dass eine Klärung des Geltungsbereichs des *safe harbour* für die wirtschaftsrechtliche Praxis von Bedeutung ist.

aa) Gründungsphase eines Anbieter-Joint Ventures

Zwei Parteien planen, ein öffentliches Kaufangebot für die Aktien der Z AG durch ein noch zu gründendes Joint Venture zu unterbreiten. Die beiden Joint Venture-Partner („JV-Partner“) befinden sich in Verhandlungen zur Gründung der Joint Venture-Gesellschaft. Darf jeder JV-Partner alleine im Wissen um die kursrelevante Transaktion unabhängig vom anderen Partner Aktien der Z AG erwerben? Schützt sie der Grundsatz „niemand kann sein eigener Insider sein“?

eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und die Kursstabilisierungsmassnahmen für ein Finanzinstrument, [...]“; vgl. auch Präambel Ziff. 30, 33 MAD).

⁷¹ Vgl. Expertenbericht (FN 10), Anhang 7: „*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*“; auch der Vorentwurf erhält noch eine Regelung, allerdings mit einem redaktionellen Versehen, da er nur Beauftragte vom Täterkreis ausnimmt (vgl. 44a Abs. 5 E-BEHG: „Die Information, die diejenige Person erhält, die eine Transaktion im Auftrag einer anderen Person ausführt, gilt nicht als Insiderinformation“).



Wendet man eine formale Betrachtung an, so könnte die Anwendbarkeit des *safe harbour* abgelehnt werden, weil es nicht die Bidder AG selber ist, welche die Aktien erwirbt, sondern die Gründer der zukünftigen Anbieterin. Zudem wird es zu asymmetrischen Beständen kommen (ein JV-Partner kauft mehr Aktien als der andere), da die beiden Gründer unabhängig voneinander handeln. Diese Asymmetrie kann als weiterer Grund dafür angeführt werden, dass es sich wirtschaftlich nicht um die Anbieterin handelt, welche die Aktienkäufe tätigt. Diese Asymmetrie wird nämlich zu einem späteren Zeitpunkt zwischen den beiden JV-Partnern in geeigneter Form ausgeglichen werden müssen, sofern das Gleichgewicht des Joint Ventures sicherzustellen ist. Weiter gegen die Anwendbarkeit des *safe harbour* spricht der Umstand, dass die beiden JV-Partner keinen konkreten Plan haben, wie mit den Aktien im Rahmen der Transaktion umzugehen sein wird, d.h. die Käufe sind nicht

planmässig Teil der Transaktion, obwohl sie deren spätere Umsetzung allenfalls fördern.⁷²

Eine Gesamtbetrachtung rechtfertigt jedoch die Anwendbarkeit des *safe harbour*. Die handelnden Personen sind mit denjenigen Personen identisch, die das öffentliche Kaufangebot planen und sie tätigen die Aktienkäufe für den Fall, dass der Plan tatsächlich gelingen sollte.⁷³ Der Umstand, dass damit ein Vermögensvorteil erzielt wird, ändert nichts daran, denn der *safe harbour* kommt überhaupt nur zur Anwendung, wenn die Elemente des Insiderhandels – wie bspw. der Eintritt eines Vermögensvorteils – erfüllt sind.

bb) Verkaufsverhandlungen eines Grossaktionärs vor öffentlichem Kaufangebot

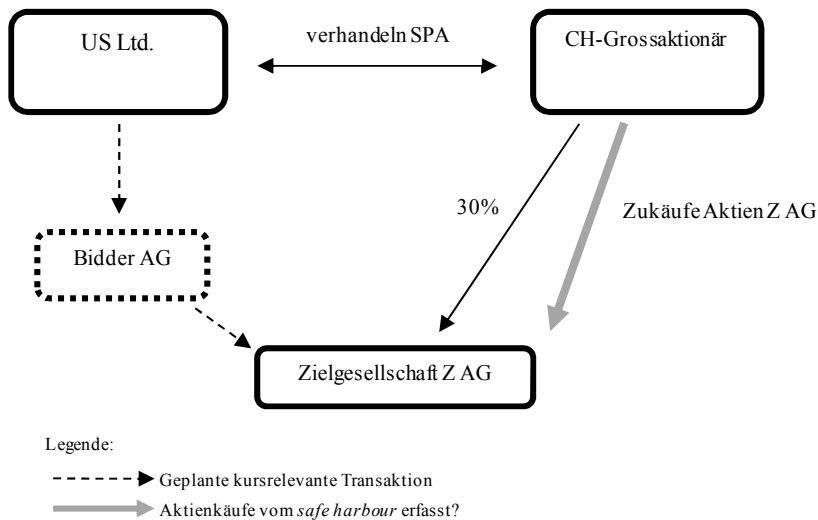
Ein US-amerikanischer Anbieter („US Ltd.“) ist daran interessiert, die Schweizer Z AG vollständig zu übernehmen. Der in der Schweiz wohnhafte Grossaktionär hält 30% an der Z AG. Die US Ltd. weiss, dass sie ohne den vorgängigen Erwerb des Aktienpakets des Grossaktionärs kein öffentliches Kaufangebot unterbreiten kann. Die US Ltd. und der Grossaktionär stehen daher in Verhandlungen bezüglich eines möglichen Aktienkaufvertrages.

Darf der Grossaktionär im Wissen um den Übernahmeplan der US Ltd. Aktien der Z AG börslich erwerben, und wird er dabei durch den Grundsatz „niemand kann sein eigener Insider sein“ geschützt?⁷⁴

⁷² Wären sie Teil des Plans, so müsste offenlegungsrechtlich eine *Gruppe* gemeldet werden.

⁷³ Sie sind auch übernahmerechtlich als Personen zu qualifizieren, die mit der zukünftigen Anbieterin in gemeinsamer Absprache handeln, d.h. sie werden der Anbieterin zugerechnet.

⁷⁴ Der Grossaktionär wäre nach geltendem Recht Tippnehmer gemäss Art. 161 Abs. 4 i.V.m. Abs. 2 StGB.



Für die Anwendbarkeit des *safe harbour* in der Situation des Grossaktionärs spricht Folgendes: Die Insiderinformation setzt sich bei der vorliegenden Transaktion aus zwei zentralen Komponenten zusammen: (i) dem öffentlichen Kaufangebot für alle sich im Publikum befindlichen Aktien der Z AG und (ii) dem Kaufvertrag zwischen der US Ltd. und dem Grossaktionär. Da der Kaufvertrag eine Voraussetzung für das öffentliche Kaufangebot ist und dieser ohne Zustimmung des Grossaktionärs nicht zustande kommt, sollten Zukäufe im Hinblick auf den möglichen Verkauf der Beteiligung an der Z AG vom Schutzbereich des *safe harbour* erfasst sein. Gleich wie Marktkäufe des Anbieters im Vorfeld des öffentlichen Kaufangebots sind auch die Zukäufe des Grossaktionärs *nicht notwendig* zur Umsetzung des Paketverkaufs, sie verbessern jedoch die Ausgangslage des Grossaktionärs (er erhält die Differenz zwischen dem Marktpreis und Paketverkaufspreis pro Z-Aktie).

Gegen die Anwendbarkeit des *safe harbour* spricht, dass der Grossaktionär auf den zweiten Teil der Insiderinformation – das öffentliche Kaufangebot der US Ltd. – nur einen indirekten Einfluss hat und dass es nur zum öffentlichen Kaufangebot kommt, wenn sich die US Ltd. zur Unterbreitung eines solchen tatsächlich entschliesst. Mit anderen Worten: Der Grossaktionär kann das öffentliche Kaufangebot verhindern bzw. die zentrale Vorausset-

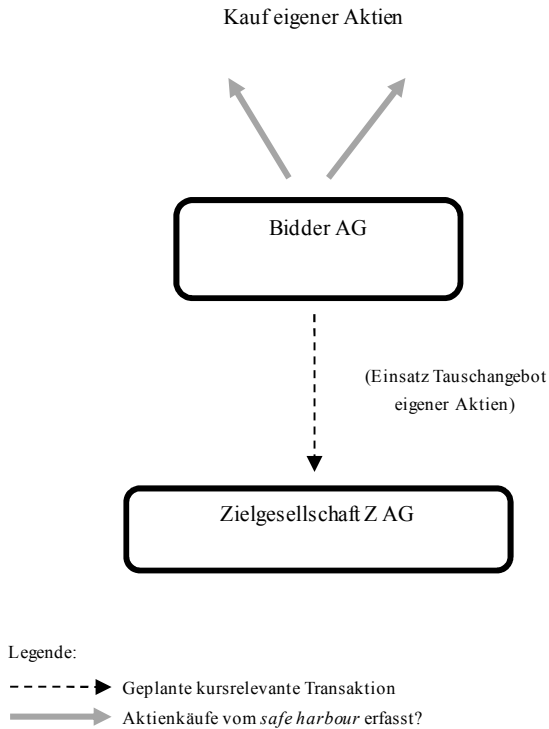
zung dafür schaffen; er kann es aber nicht selber herbeiführen (da es sich um das Angebot eines Dritten handelt). Ein weiterer Einwand gegen die Anwendbarkeit des *safe harbour* könnte sein, dass die US Ltd. und der Grossaktionär gegenläufige Interessen verfolgen. Im Unterschied zum Beispiel der JV-Partner haben die US Ltd. und der Grossaktionär nur in geringem Ausmass ein gemeinsames Ziel.

Aufgrund der bisherigen Rechtsprechung ist eine Prognose darüber, wie ein Gericht diesen Fall beurteilen würde, nicht möglich. M.E. überwiegen jedoch die Argumente für eine Anwendung des *safe harbour* auf Zukäufe des Grossaktionärs vor dem Verkauf seiner Beteiligung.⁷⁵

cc) Beschaffung eigener Aktien des Anbieters vor Tauschangebot

Die Anbieterin Bidder AG plant den Aktionären der Zielgesellschaft Z AG ein öffentliches Tauschangebot für alle sich im Publikum befindlichen Aktien der Z AG zu unterbreiten, bei dem Aktien der Bidder AG zum Tausch gegen Aktien der Z AG angeboten werden sollen. Darf die Bidder AG zum Zweck des Tausches im späteren Übernahmeverfahren eigene Aktien börslich erwerben? Sind diese Käufe vom Grundsatz „niemand kann sein eigener Insider sein“ erfasst?

⁷⁵ Die US Ltd. wird typischerweise versuchen, mit dem Grossaktionär eine *Standstill-Vereinbarung* abzuschliessen, doch lässt sich dies aufgrund der starken Verhandlungsposition des Grossaktionärs nicht notwendigerweise durchsetzen.



Nachdem eine direkte Unternehmensstrafbarkeit gemäss Art. 102 Abs. 2 StGB bei Insiderhandel nicht vorgesehen ist, kommen als primäre Täter die für die Bidder AG handelnden Organe in Betracht.⁷⁶

Für die Anwendbarkeit des *safe harbour* spricht, dass die Käufe eigener Aktien einen unmittelbaren Schritt zur Umsetzung der Transaktion, welche die Insiderinformation darstellt, bilden. Obwohl das klassische Anwendungsbeispiel des *safe harbour* vom Erwerb von Aktien der Zielgesellschaft ausgeht, muss bei Tauschangeboten dasselbe für Aktien der Anbieterin gelten. Die Lehre anerkennt den Grundsatz im Vorfeld von Rückkaufprogrammen, was

⁷⁶ Durch die Käufe der eigenen Aktien verschaffen die handelnden Organmitglieder der Bidder AG einen Vermögensvorteil.

ein weiterer Grund dafür ist, vorliegend die Zulässigkeit unter dem *safe harbour* zu bejahen.⁷⁷

3. Verwertungsrisiken im Strafverfahren

a) Allgemeines

Angesichts des im Strafverfahren geltenden Grundsatzes *nemo tenetur se ipsum accusare*⁷⁸ stellt sich die Frage nach allfälligen Verwertungsrisiken im Zusammenhang mit Untersuchungen und Verfahren, in denen das Selbstbelastungsverbot nicht gilt.⁷⁹ Nachfolgend werden diese Risiken in Bezug auf privatrechtliche, interne Untersuchungen (IV.3.b) und in Bezug auf das unter der Revisionsvorlage an Bedeutung gewinnende Aufsichtsverfahren (IV.3.c) untersucht.

b) Schutz vor Bekanntgabe interner Untersuchungsergebnisse

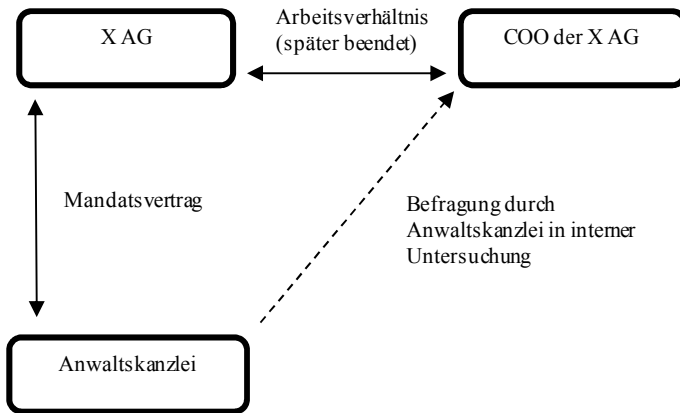
Der „Fall Sonova“ hat gezeigt, dass Sachverhalte, die zu Untersuchungen durch die Strafverfolgungsbehörden führen, zunächst einmal Gegenstand einer internen Untersuchung bilden können, da das Unternehmen den Sachverhalt auch im eigenen Interesse klären will. Denn kotierte Gesellschaften können es sich oft nicht leisten, die Ergebnisse einer Strafuntersuchung abzuwarten, bis sie allenfalls erforderliche Entscheide treffen. Sie sind zudem besser positioniert, in einer Strafuntersuchung zu kooperieren, wenn sie be-

⁷⁷ Vgl. hierzu BÖCKLI, Aktienrecht (FN 67), §4 N 282b f.

⁷⁸ Verankert ist der Grundsatz in Art. 6 Ziff. 1 EMRK (Konvention vom 4. November 1950 zum Schutz der Menschenrechte und Grundfreiheiten (EMRK), SR 0.101), Art. 14 Ziff. 3 lit. g IPBPR (Internationaler Pakt vom 16. Dezember 1966 über bürgerliche und politische Rechte, SR 0.103.2), Art. 32 Abs. 1 BV (Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18. April 1999, SR 101) und Art. 113 Abs. 1 StPO.

⁷⁹ Vgl. zum Ganzen auch, BENEDICK GILLES, Das Aussagedilemma in parallelen Verfahren, AJP 2/2011, 169 ff.

reits selber die aus Unternehmenssicht erforderlichen Abklärungen getroffen haben.⁸⁰



Die interne Untersuchung wird normalerweise durch eine Anwaltskanzlei geführt, die durch das Unternehmen (im oben graphisch dargestellten Fall die X AG) mandatiert wird. Fraglich ist in einem solchen Fall, wie sich der COO in der internen Untersuchung verhalten soll, wenn eine gewisse Wahrscheinlichkeit besteht, dass eine Strafuntersuchung gegen ihn eingeleitet wird. Kooperation liegt im Interesse des COO, wenn dieser sich darauf verlassen kann, dass der Untersuchungsbericht der Anwaltskanzlei vor der Strafuntersuchung geschützt ist und der COO ein durchsetzbares Recht auf Geheimhaltung des Untersuchungsberichts hat. In allen anderen Fällen rechtfertigt sich eine Kooperation nicht, da der COO sonst eine Verschlechterung seiner Stellung im späteren Strafprozess riskiert.⁸¹

⁸⁰ Vielfach kommt es zudem zu einer Untersuchung der SIX Exchange Regulation, bei welcher einzig die Gesellschaft Partei ist.

⁸¹ Es lässt sich argumentieren, dass sich die Sicherstellung des Geheimnisschutzes zugunsten des COO aus der Fürsorgepflicht des Arbeitgebers ableitet. Diesfalls sollte im Gegenzug aber auch die Kooperation als arbeitsrechtlich geschuldet erachtet werden.

Zunächst stellt sich die Frage, ob der COO von Gesetzes wegen einen Anspruch auf Geheimhaltung des Untersuchungsberichts hat und – sollte dies nicht der Fall sein – ob er sich einen solchen Anspruch vertraglich einräumen lassen kann.

Da das *Auftragsverhältnis* betreffend der Erstellung des internen Untersuchungsberichts formal zwischen der X AG und der Anwaltskanzlei besteht, ist die Anwaltskanzlei grundsätzlich nur gegenüber der X AG zur Geheimhaltung verpflichtet. Wird der Geheimnisträger durch seinen Auftraggeber von der Geheimhaltungspflicht ausdrücklich entbunden, darf Ersterer unter der neuen StPO als Träger des anwaltlichen Berufsgeheimnisses im Strafprozess dennoch die Bekanntgabe verweigern (Art. 265 Abs. 2 lit. b i.V.m. Art. 171 Abs. 4 StPO und Art. 13 Abs. 1 BGFA⁸²).⁸³

Hinsichtlich des COO stellt sich die Frage, ob er zusätzlich neben der X AG bezüglich der ihn betreffenden Informationen als Geheimnisherr des anwaltlichen Berufsgeheimnisses gilt. Es kann sich in der vorliegenden Konstellation rechtfertigen, den Mandatsvertrag als Vertrag auszulegen, der konkludent als *Vertrag zugunsten Dritter*⁸⁴ – d.h. der Personen, die in der Untersuchung zur Kooperation aufgefordert werden – abgeschlossen wird. Es empfiehlt sich jedoch, zum Schutz der kooperierenden Personen eine entsprechende Vereinbarung vor Beginn der Untersuchung schriftlich festzuhalten. Das vertragliche Schutzbedürfnis erhöht sich zusätzlich, wenn aufgrund eines zwischenzeitlich beendeten Arbeitsverhältnisses die arbeitsrechtliche Fürsorgepflicht gemäss Art. 328 ff. OR⁸⁵ entfällt.⁸⁶ Sollte der Untersuchungsbericht trotz anderslautender Vereinbarung an die Strafverfolgungsbehörden ausgehändigt werden, so haftet die X AG resp. die Anwaltskanzlei

⁸² Bundesgesetz vom 23. Juni 2000 über die Freizügigkeit von Anwältinnen und Anwälten (Anwaltsgesetz, BGFA), SR 935.61.

⁸³ Vgl. FELLMANN WALTER, Anwaltsrecht, Bern 2010, 217 m.w.H.

⁸⁴ Art. 112 OR.

⁸⁵ Bundesgesetz vom 30. März 1911 betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht), SR 220 (zit. OR).

⁸⁶ Die Fürsorgepflicht ist im Wesentlichen auf die Dauer des Arbeitsverhältnisses beschränkt; einzelne Aspekte können jedoch das Ende des Arbeitsverhältnisses überdauern oder erst nachher entstehen (vgl. PORTMANN WOLFGANG/STÖCKLI JEAN-FRITZ, Schweizerisches Arbeitsrecht, 2. Aufl., Zürich/St.Gallen 2007, N 411).

den kooperierenden Personen gegenüber für den diesen aus der Herausgabe entstandenen Schaden und die handelnden Anwälte machen sich zudem wegen einer Verletzung des Berufsgeheimnisses gemäss Art. 321 StGB strafbar.

Mit Bezug auf den COO ist die X AG strafprozessual betrachtet im Normalfall *Dritte bzw. Nichtbeschuldigte* und damit gemäss Art. 265 Abs. 1 StPO grundsätzlich zur Edition des Untersuchungsberichts verpflichtet, falls die Strafverfolgungsbehörde diesen herausverlangt.

Diese Herausgabepflicht kann faktisch verhindert und der Schutz des COO erhöht werden, indem vor Beginn der internen Untersuchung vereinbart wird, dass keine Berichtsexemplare an die X AG und die Mitglieder der Organe der X AG ausgehändigt werden und der Bericht lediglich in den Räumlichkeiten der Anwaltskanzlei eingesehen werden kann.

Die Anwaltskanzlei ist ebenfalls *Dritte bzw. Nichtbeschuldigte* und damit gemäss Art. 265 Abs. 1 StPO grundsätzlich zur Edition verpflichtet. Sie kann aber gestützt auf Art. 265 Abs. 2 lit. b StPO die Herausgabe verweigern, da das Herausgabeverweigerungsrecht analog zur Aussage- oder Zeugnisverweigerung⁸⁷ ausgestaltet ist.

Verweigert die Anwaltskanzlei die Herausgabe, so stellt sich die Frage nach einer möglichen, zwangsweisen Beschlagnahme nach Art. 264 StPO. Da vorliegend davon ausgegangen wird, dass ein Vertrag zugunsten eines Dritten geschaffen wird, ist m.E. Art. 264 Abs. 1 lit. c StPO einschlägig. Danach ist die Beschlagnahme von Gegenständen (namentlich Aufzeichnungen und Korrespondenzen), die aus dem Verkehr zwischen der beschuldigten Person und Personen stammen, die nach den Art. 170-173 StPO das Zeugnis verweigern können, untersagt. Folglich kann ein interner Untersuchungsbericht, ungeachtet dessen, wo er sich befindet, nicht von den Strafverfolgungsbehörden herausverlangt werden.

Zusammenfassend lässt sich das Risiko einer Verwendung des internen Untersuchungsberichts durch die Strafverfolgungsbehörden weitgehend eliminieren, wenn der Mandatsvertrag als Vertrag zugunsten Dritter ausgestaltet wird, der die (ehemaligen) Organmitglieder der Auftraggeberin zu Geheimnisherren des Anwaltsgeheimnisses macht, sowie durch die vertragliche Zu-

⁸⁷ Vgl. Art. 171 StPO.

sicherung der ausschliesslichen Aufbewahrung des internen Untersuchungsberichts in den Räumlichkeiten der Anwaltskanzlei.

c) Verwertungsverbot für durch aufsichtsrechtliche Mitwirkungspflichten erlangte Erkenntnisse

Gemäss Revisionsvorlage wird ein aufsichtsrechtlicher Verstoss gegen das Insiderhandelsverbot durch die FINMA in einem dem VwVG unterstellten Verfahren abgeklärt. Gemäss Art. 13 VwVG sind die untersuchten Personen im Verwaltungsverfahren zur Mitwirkung verpflichtet, d.h. sie müssen zu belastenden Aspekten bei Befragungen Auskunft erteilen und Dokumente herausgeben. Den Parteien können nach anderen Bundesgesetzen auch weitergehende Auskunft- oder Offenbarungspflichten obliegen (vgl. bspw. Art. 25 und 29 FINMAG).

Diese Mitwirkungspflicht steht in einem offensichtlichen Spannungsverhältnis zum strafrechtlichen Selbstbelastungsverbot, wonach einer beschuldigten Person das Recht zukommt, die Aussage und ihre Mitwirkung im Strafverfahren zu verweigern, ohne dass ihr daraus Nachteile erwachsen dürfen.⁸⁸ Die Strafverfolgungsbehörden dürfen bei der Anklage nicht auf Beweismittel zurückgreifen, die durch Zwang oder Druck in Missachtung des Willens des Angeklagten erlangt worden sind.⁸⁹

Gemäss Botschaft sollen die beiden Verfahrenstypen wegen einer Verletzung der Insidertatbestände durch die FINMA und die Bundesanwaltschaft koordiniert werden, wobei dem Aufsichtsverfahren in zeitlicher Hinsicht Vorrang zukommen soll.⁹⁰ Sofern die FINMA zum Schluss gelangt, dass Anhaltspunkte für strafrechtlich relevantes Verhalten vorliegen, so muss sie dies gemäss Art. 38 Abs. 3 FINMAG den zuständigen Strafverfolgungsbehörden anzeigen. Die Frage nach dem Verhältnis dieser Pflichten der FINMA zum

⁸⁸ Jedoch muss sich die beschuldigte Person den gesetzlich vorgesehenen Zwangsmassnahmen unterziehen (Art. 113 Abs. 1 StPO).

⁸⁹ BGE 136 IV 38 E. 3.1; KRAUSKOPF PATRICK L./EMMENEGGER KATRIN, in: WALDMANN/WEISSENBERGER (Hrsg.), Praxiskommentar zum Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren, 1. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009, Art. 13 N 67.

⁹⁰ Vgl. BBl 2011, 6879.

strafrechtlichen Selbstbelastungsverbot ist von grosser Bedeutung, da eine ausdrückliche Regelung darüber, wie die FINMA gegenüber den Strafbehörden Informationen zu behandeln hat, die sie aufgrund der Mitwirkungspflichten der untersuchten Personen erlangt hat, bisher fehlt.⁹¹ Das Bundesgericht tendiert dazu, die strafrechtliche Verwertung von Aussagen, zu deren Erteilung die betreffende Person verwaltungsrechtlich verpflichtet ist, zuzulassen.⁹² Der Gesetzgeber geht jedoch von der Geltung des Verbots aus.⁹³

Nach der hier vertretenen Ansicht ist das strafrechtliche Selbstbelastungsverbot so auszulegen, dass der FINMA die Weitergabe jeglicher Informationen (inkl. Beweisstücke), die aufgrund der verwaltungsverfahrenrechtlichen Mitwirkungspflichten von Personen, denen im Strafverfahren ein Aussage- oder Zeugnisverweigerungsrecht zusteht, erlangt worden sind, untersagt ist.⁹⁴ Einzige Ausnahme darf der Umstand bilden, dass die FINMA ihre Einschät-

⁹¹ Praktische Probleme stellen sich in diesem Zusammenhang bereits heute im Rahmen von Verfahren betreffend eine Verletzung des Offenlegungsrechts. Auch im Verwaltungsstrafverfahren ist ein Aussageverweigerungsrecht explizit statuiert (Art. 39 VStrR).

⁹² Vgl. KRAUSKOPF/EMMENEGGER (FN 89), Art. 13 N 71; vgl. bspw. BGE 121 II 273.

⁹³ AB 2012 N 1134.

⁹⁴ Eine Rück- oder Querwirkung des Aussageverweigerungsrechts bereits im vorangehenden resp. parallelen Verwaltungsverfahren ist allerdings abzulehnen, da damit die Durchsetzung des materiellen Rechts unnötig erschwert würde. Die Rechtsprechung des Europäischen Gerichtshof für Menschenrechte („EGMR“) lässt jedoch eine Verweigerung der Mitwirkungspflichten bereits im Verwaltungsverfahren zu, wenn *ernsthafte Gefahr droht, strafrechtlich belangt zu werden*. Ohne eine solche Gefahr ist die Mitwirkung geschuldet, doch gilt ein Verwertungsverbot, sollte es später doch noch zu einem Strafverfahren kommen (vgl. *EGMR-Urteil vom 17. Dezember 1996*, in der Rechtssache *Saunders c. Vereinigtes Königreich* [19187/91] betreffend das Finanzmarktrecht sowie das *EGMR-Urteil vom 27. April 2004*, in der Rechtssache *Kansal c. Vereinigtes Königreich* [21413/02] betreffend einem Insolvenzverfahren). Im Fall *Saunders v. Vereinigtes Königreich* hielt der EGMR in N 70, 74 fest: „*The public interest cannot be invoked to justify the use of answers compulsorily obtained in a non-judicial investigation to incriminate the accused during the trial proceedings [...and...] the prosecution in a criminal case seek to prove their case against the accused without resort to evidence obtained through methods of coercion or oppression in defiance of the will of the accused*“.

zung, wonach ein strafrechtlich relevanter Tatverdacht vorliege, den Strafverfolgungsbehörden mitteilt.⁹⁵

Die *Schaffung einer ausdrücklichen gesetzlichen Grundlage* für ein Übermittlungsverbot der FINMA an die Strafverfolgungsbehörden resp. ein Verwertungsverbot der Strafverfolgungsbehörden bezüglich Informationen und Dokumenten, die aufgrund von verwaltungsrechtlichen Mitwirkungspflichten von Personen, die strafrechtlich zur Aussageverweigerung berechtigt sind, erlangt worden sind, ist im Interesse der Rechtsstaatlichkeit und der Rechtssicherheit angezeigt. Der Gesetzgeber hat darauf verzichtet, im Rahmen der laufenden Revision diesen Mangel zu beheben.

4. Mosaik-Theorie

Die Verteidigungsstrategie der Strafverteidiger von *Raj Rajaratnam* im einleitend erwähnten amerikanischen Insiderhandelsfall betreffend den ehemaligen CEO der *Galleon Group* basierte u.a. auf der sog. *Mosaik-Theorie*. Die Methode wird bei der Wertpapieranalyse zur Vorbereitung von Investitionsentscheiden eingesetzt.

Bei der Mosaik-Theorie werden konkret öffentlich zugängliche Informationen mit vertraulichen, *nicht kursrelevanten Informationen*, die typischerweise aus verschiedenen Quellen (in der Finanzindustrie werden vielfach auch die Dienstleistungen von sog. *expert networks* in Anspruch genommen)⁹⁶ stammen, kombiniert und gestützt darauf der Wert der Effekten bestimmt. Idealerweise resultiert zwischen dem ermittelten Wert und dem Marktpreis eine *kursrelevante Differenz*. Das Chartered Financial Analyst (CFA) Institute hält hierzu fest:

„*Mosaic Theory*. A financial analyst gathers and interprets large quantities of information from many sources. The analyst may use significant conclusions derived from the analysis of public and nonmaterial nonpublic information as the basis for investment recommendations and decisions even if those conclusions would have been material inside information had they been communicated directly to the analyst

⁹⁵ Art. 38 Abs. 3 FINMAG.

⁹⁶ Vgl. SCHACHT KURT, In Defence of Legitimate Research, in: CFA Magazine, March-April 2011, 21.

by a company. Under the ‘mosaic theory’, financial analysts are free to act on this collection, or mosaic, of information without risking violation. [...] Accordingly, violations of Standard II(A) will *not* result when a perceptive analyst reaches a conclusion about a corporate action or event through an analysis of public information and items of nonmaterial nonpublic information.”⁹⁷

Das Ausnützen von kursrelevanten Informationssammlungen (sog. Mosaik) ist nach amerikanischem Recht folglich zulässig, sofern jedes Element für sich genommen keine nicht-öffentliche wesentliche Information (*nonpublic material information*) darstellt. Aufgrund des Einsatzes der Mosaik-Theorie als Verteidigungsstrategie in prominenten, amerikanischen Insiderhandelsfällen wie dem Galleon-Fall, wurde die Legitimität der Theorie medial in Frage gestellt.⁹⁸ Im Galleon-Fall wurde *Raj Rajaratnam* jedoch nicht aufgrund seines Handels unter Einsatz der Mosaik-Theorie verurteilt, sondern wegen Investitionen, die gestützt auf wesentliche nicht-öffentliche Informationen und somit als klassischer Insiderhandel erfolgten.

Vorliegend stellt sich die Frage, wie ein Handeln gestützt auf ein kursrelevantes Mosaik nach Schweizer Recht beurteilt würde.

Unter *geltendem Recht* ist das Zusammentragen von vertraulichen nicht-kursrelevanten Informationen unproblematisch, wenn die Informationen nicht von einem Insider gemäss Art. 161 Ziff. 1 StGB stammen, da selbst das Ausnützen kursrelevanter Informationen, die von einem Nicht-Insider stammen, nicht strafbar ist. Selbst wenn einzelne vertrauliche nicht-kursrelevante Informationen von Insidern (bspw. vom CFO im Nachgang zu einer Analysenkonferenz) erlangt wurden, ist m.E. die Voraussetzung der vertraulichen kursrelevanten Tatsache nicht erfüllt, selbst wenn der Investor durch Analyse

⁹⁷ CFA, Standards of Practice Handbook, 10. Aufl., 2010, 63 f. (Hervorhebung im Original).

⁹⁸ SCHACHT (FN 96), 21, weist auch darauf hin, dass die Verwendung von *expert networks* resp. *research networks* als solche in den Medien kritisiert wurde und dass in Investorenkreisen Befürchtungen bestehen, die SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) werde künftig die Verwendung der Mosaik-Theorie als strafbaren Insiderhandel miterfassen.

diverse Informationen zu einem kursrelevanten Ganzen zusammenfügt.⁹⁹ Anders muss die Beurteilung immerhin ausfallen, wenn mehrere vertrauliche nicht-kursrelevante Informationen, die aggregiert Kursrelevanz aufweisen, vom gleichen Insider stammen.

Die Rechtslage gestaltet sich gemäss *Revisionsvorlage* nicht wesentlich anders. Die Anwender der Mosaik-Theorie sind typischerweise keine Primärinsider nach Art. 40 Abs. 1 E-BEHG, da sie sich die Informationen definitionsgemäss *ohne bestimmungsgemässen Zugang* zusammentragen. Sie sind je nach Quelle der vertraulichen nicht-kursrelevanten Informationen entweder als Sekundärinsider nach Art. 40 Abs. 3 E-BEHG oder als Zufallsinsider nach Art. 40 Abs. 4 E-BEHG zu qualifizieren. Unter der Annahme, dass der Begriff der Insiderinformation weiterhin keine unternehmensexternen Ereignisse umfasst, ist die rechtliche Einschätzung bezüglich der Tathandlung mit derjenigen unter geltendem Schweizer Recht identisch: Das kursrelevante Mosaik stellt m.E. keine Insiderinformation dar, ausser eine Mehrzahl von vertraulichen nicht-kursrelevanten Informationen stammen von derselben Quelle (einem Primärinsider oder einer anderen Quelle) und überschreiten aggregiert die Schwelle der Kursrelevanz.

Zusammenfassend steht einem Einsatz der Mosaik-Theorie nach geltendem Schweizer Recht sowie unter der Revisionsvorlage insiderrechtlich grundsätzlich nichts entgegen. Es empfiehlt sich allerdings, in internen Aktennotizen zu dokumentieren, von welchen Quellen die vertraulichen nicht-kursrelevanten Informationen stammen (Zuordnung der Mosaiksteine), um notfalls Fragen der Strafverfolgungsbehörden lückenlos beantworten zu können.

V. Ausblick

Mit Blick auf die hängige Revision des BEHG und der damit einhergehenden Verschärfung des Insiderstrafrechts werden Verfahren wegen Insiderhandels voraussichtlich zunehmen. Diese Tendenz wurde bzw. wird u.a. durch die aktuelle Finanzkrise zusätzlich verstärkt. In Anbetracht dieser ver-

⁹⁹ Ob reine Kauf- und Verkaufsempfehlungen strafbar sind, ist unter geltendem Schweizer Recht umstritten (vgl. oben, II.2.a).

änderten Ausgangslage ist es bedauerlich, dass die im vorliegenden Beitrag beschriebenen, einzelnen Schwachpunkte der Vorlage nicht behoben wurden.