

Das Verbot von Insiderhandel

Eine rechtsvergleichende Analyse des schweizerischen
Rechts und der Regelungen der USA und der EU

DISSERTATION

der Rechtswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Zürich

zur Erlangung der Würde einer Doktorin der Rechtswissenschaft

vorgelegt von

Daniela Koenig

von
Basel

genehmigt auf Antrag von
Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone
und Prof. Dr. Wolfgang Wohlers

Schulthess Juristische Medien AG, Zürich

Inhaltsverzeichnis

Inhaltsübersicht	V
Inhaltsverzeichnis	VII
Literaturverzeichnis	XVII
Abkürzungsverzeichnis.....	XXXV
Kurzangaben und Materialien.....	XLIII
Einleitung.....	1
1. Kapitel: Grundlagen.....	5
§ 1 Der Begriff Insiderhandel.....	5
§ 2 Kontroverse über den Regulierungsbedarf von Insiderhandel	7
I. Problematik des Insiderhandels	7
II. Argumente gegen eine Regulierung von Insiderhandel	9
1. Positive Auswirkungen auf den Kapitalmarkt.....	9
a) Kapitalmarkttheorie als Grundlage ökonomischer Argumente	9
b) Steigerung der (Informations-)Effizienz.....	11
c) Informationsversorgung durch Insiderhandel.....	12
d) Würdigung	12
2. Insiderhandel als Form von Entschädigung an Führungskräfte.....	13
a) Argumentation von Regulierungsgegnern	13
b) Würdigung.....	14
III. Argumente für eine Regulierung von Insiderhandel.....	16
1. Schutz der Anleger	16
a) Argumentation von Regulierungsbefürwortern.....	16
b) Verbrechen ohne Opfer?.....	18
c) Beeinträchtigung von Anlegern auf der Marktgegenseite des Insiders	19
aa) Beeinträchtigung.....	19
bb) Kausalzusammenhang	20
cc) Fazit	22
d) Sonderproblem: Pflicht zur Offenlegung von Insiderinformationen nach schweizerischem Recht	22
aa) Mögliche Rechtsgrundlagen	22
bb) Rechtsverhältnis zwischen Anlegern.....	23
cc) Ältere bundesgerichtliche Rechtsprechung	24
dd) Neuere Lehre und Rechtsprechung.....	25
ee) Fazit.....	28
e) Beeinträchtigung der Anleger auf derselben Marktseite wie der Insider	28

f) Informationsasymmetrie und deren Folgen: ungleiche Verteilung von Chancen und Risiken.....	29
2. Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes.....	32
a) Argumentation von Regulierungsbefürwortern.....	32
b) Funktion und Bedeutung des Kapitalmarktes	33
c) Schutz des Anlegervertrauens	34
d) Verhinderung einer Verdrängung uninformierter Anleger.....	36
e) Erhaltung der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes	37
3. Schutz des Unternehmens	38
a) Argumentation von Regulierungsbefürwortern.....	38
b) Beeinträchtigung der Reputation.....	39
c) Verletzung von Verfügungsrechten an Informationen	40
d) Beeinträchtigung der Unternehmensführung	42
4. Schutz von Finanzdienstleistungsunternehmen	42
IV. Würdigung.....	43

**2. Kapitel: Einführung in die Regelungen der USA, EU
und der Schweiz45**

§ 3 Einführung in die Regelung des US-Bundesrechts.....	45
I. Rechtsquellen im Bereich des Insiderhandels	45
1. Securities Act von 1933 und Securities Exchange Act von 1934	45
2. Richterrecht	46
II. Das Kernstück der Insiderregelung: Rule 10b-5	47
1. Entwicklung von Rule 10b-5 zum Verbot von Insiderhandel	47
a) Gesetzliche Grundlagen	47
b) Insiderhandel nach gliedstaatlichem Common Law.....	49
c) Erste Gerichtsentscheide gestützt auf Rule 10b-5.....	50
2. Offenlegung oder Unterlassen des Handels („disclose or abstain“).....	51
a) Auslegung von Rule 10b-5 nach der Theorie des gleichen Zugangs („equal access theory“)	51
b) Auslegung von Rule 10b-5 nach der traditionellen Theorie („traditional theory“, „fiduciary duty theory“)	53
3. Verantwortlichkeit von Tippempfängern nach der traditionellen Theorie	55
4. Erweiterung des Geltungsbereichs von Rule 10b-5: Auslegung nach der Veruntreuungstheorie („misappropriation theory“).....	56
a) Entwicklung der Veruntreuungstheorie durch die Rechtsprechung	56
b) Anwendungsbereich der Veruntreuungstheorie	58
5. Würdigung der geltenden Auslegung von Rule 10b-5	59

III. Weitere Verbotsnormen für besondere Fälle	61
1. Rule 14e-3.....	61
a) Entstehung und Anwendungsbereich der Norm	61
b) Verbot des Insiderhandels bei öffentlichen Kaufangeboten	62
c) Verbot des Tipping bei öffentlichen Kaufangeboten.....	63
2. Section 17(a) des Securities Act.....	64
IV. Ergänzende Vorschriften zum Insiderverbot	65
1. Meldepflicht für Transaktionen von Insidern nach Section 16(a)	65
2. Herausgabe kurzfristig erzielter Gewinne nach Section 16(b) („short swing profit rule“)	67
3. Regulation FD (Fair Disclosure)	69
4. Weitere Publizitätsvorschriften	71
§ 4 Einführung in die Regelung der Europäischen Union.....	72
I. Entstehung einer Regelung auf europäischer Ebene.....	72
1. Von den ersten Vorstössen bis zum Erlass der Insider-Richtlinie.....	72
2. Die Einführung der Marktmissbrauchs-Richtlinie.....	73
II. Das Verbot von Insiderhandel nach dem Recht der EU	75
1. Marktmissbrauchs-Richtlinie und Ausführungsvorschriften.....	75
2. Regelungszweck der Marktmissbrauchs-Richtlinie	77
III. Ergänzende Vorschriften zum Insiderverbot	78
1. Regelung der Ad-hoc-Publizität	78
2. Führen von Insiderverzeichnissen durch den Emittenten	79
3. Meldepflicht für Eigengeschäfte von Gesellschaftsinsidern	79
4. Meldepflicht bei Verdacht auf Insidertransaktionen	80
IV. Weitere supranationale Regelungen und internationale Standards im Bereich des Insiderhandels	81
1. Die Konvention des Europarates über Insiderhandel	81
2. Empfehlungen der IOSCO.....	81
§ 5 Einführung in die auf Insiderhandel anwendbaren Rechtsnormen des schweizerischen Rechts.....	82
I. Anwendbare Rechtsnormen.....	82
II. Der Insiderstraftatbestand (Art. 161 StGB)	82
1. Die Entstehung von Art. 161 StGB	82
2. Das durch Art. 161 StGB geschützte Rechtsgut.....	84
a) Gegenwärtiger Stand von Lehre und Rechtsprechung	84
b) Konkretisierung des geschützten Rechtsgutes.....	87
aa) Beeinträchtigung der Anleger und der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes	87
bb) Schutz der Gesamtheit der Anleger oder individueller Anleger?	87
cc) Verhältnis von Anlegerschutz und Funktionsschutz	90
dd) Schutz der Gesellschaft vor einer Treuepflichtverletzung des Insiders als weiteres geschütztes Rechtsgut?	91
ee) Ergebnis.....	94

3. Die Stellung der Insiderstrafnorm in der schweizerischen Rechtsordnung.....	95
a) Die Insiderstrafnorm als Teil des Kapitalmarktrechts.....	95
aa) Begriff des Kapitalmarktes.....	95
bb) Begriff des Kapitalmarktrechts	95
cc) Ergebnis.....	96
b) Die Insiderstrafnorm als Teil des Strafrechts	96
III. Insiderhandel als Verstoss gegen aufsichtsrechtliche Pflichten von Banken und Effektenhändlern	97
1. Die Pflicht zur einwandfreien Geschäftsführung im Allgemeinen	97
2. Die Praxis des Bundesgerichts (Fall Biber Holding AG).....	98
3. Konsequenzen aus der bundesgerichtlichen Rechtsprechung	100
IV. Ergänzende Vorschriften zum Insiderverbot.....	101
1. Ad-hoc-Publizität	101
2. Offenlegung von Management-Transaktionen.....	103

3. Kapitel: Die Tatbestandselemente der Insiderverbote im Vergleich...105

§ 6 Vorbemerkungen.....	105
§ 7 Vom Insiderverbot erfasste Personen	106
I. Nach US-Recht.....	106
1. Insider nach der traditionellen Theorie.....	106
a) Kreis der Insider	106
b) Anwendbarkeit des Insiderverbotes auf die Gesellschaft.....	107
2. Erfasste Personen nach der Veruntreuungstheorie	108
3. Tippempfänger	109
II. Nach der EU-Richtlinie	111
1. Primärinsider	111
a) Kreis der Primärinsider	111
b) Organe	111
c) Inhaber von Beteiligungen	112
d) Insiderstellung aufgrund der Tätigkeit	112
e) Anwendbarkeit des Insiderverbots auf die Gesellschaft	115
2. Sekundärinsider	116
3. Anwendbarkeit des Insiderverbots auf juristische Personen	117
III. Nach schweizerischem Recht.....	119
1. Vorbemerkungen.....	119
2. Insider im Sinne von Art. 161 Ziff. 1 StGB	120
a) Mitglieder des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung und der Revisionsstelle	120
aa) Organstellung	120
bb) Gesellschaft, bei welcher das Organ seine Funktion ausübt	120
b) Beauftragte	122

c) Aktionäre?	123
d) Mitglieder einer Behörde und Beamte.....	124
e) Hilfspersonen.....	124
f) Zusammenhang zwischen Insidereienschaft und Kenntnisnahme	126
3. Tippempfänger im Sinne von Art. 161 Ziff. 2 StGB.....	127
IV. Rechtsvergleichende Betrachtung.....	129
1. Vergleich der USA mit der EU.....	129
2. Vergleich der USA und der EU mit der Schweiz	131
§ 8 Insidereffekten	132
I. Nach US-Recht	132
II. Nach der EU-Richtlinie	133
III. Nach schweizerischem Recht	134
1. Art der Effekten	134
2. Börslicher oder vorbörslicher Handel in der Schweiz.....	137
a) Kriterium des börslichen oder vorbörslichen Handels	137
b) Örtliches Kriterium: Handel in der Schweiz	138
3. Primärmarkt – Sekundärmarkt.....	141
4. Abwicklung der Transaktion	141
IV. Rechtsvergleichende Betrachtung.....	142
§ 9 Insiderinformation	143
I. Nach US-Recht	143
1. Art der Information.....	143
2. Wesentlichkeit der Tatsache	146
3. Nichtöffentliche Information	149
II. Nach der EU-Richtlinie	151
1. Definition des Begriffs „Insiderinformation“	151
2. Erforderliche Eigenschaften der Information	152
a) Bezug zum Emittenten oder zum Finanzinstrument	152
b) „Präzise“ Information	153
aa) Definition.....	153
bb) „Spezifische“ Information	154
cc) Hinreichende Eintrittswahrscheinlichkeit bei zukünftigen Ereignissen	155
c) Werturteile als Insiderinformationen?	156
3. Eignung zur erheblichen Kursbeeinflussung	157
a) Bedeutung nach der Insider-Richtlinie	157
b) Übernahme des Standards des vernünftigen Anlegers	158
4. Nicht öffentlich bekannt	160
III. Nach schweizerischem Recht	163
1. Von Art. 161 StGB erfasste Tatsachen.....	163
a) Der Begriff der „Tatsache“	163

b) Einschränkung auf bestimmte Tatsachen gemäss Art. 161 Ziff. 3 StGB.....	165
2. Vertraulichkeit.....	168
3. Erhebliche Beeinflussung des Kurses	172
IV. Rechtsvergleichende Betrachtung	176
1. Vergleich der USA mit der EU	176
2. Vergleich der USA und der EU mit der Schweiz.....	177
§ 10 Verbotene Handlung.....	178
I. Nach US-Recht.....	178
1. Tathandlung.....	178
a) „Disclose or Abstain“.....	178
b) Verbot des „Tipping“	178
aa) Weitergabe von Insiderinformationen (Verantwortlichkeit des Tippgebers).....	178
bb) Kauf- und Verkaufsempfehlungen gestützt auf Insiderinformationen	180
2. „Zusammenhang mit dem Kauf oder Verkauf von Effekten“.....	181
3. Zusammenhang zwischen der Kenntnis der Insiderinformation und der Transaktion („possession vs. use debate“).....	182
4. Zusätzliche Voraussetzungen bei zivilrechtlichen Klagen von Anlegern	184
a) „Reliance“	184
b) „Loss causation“.....	185
II. Nach der EU-Richtlinie	186
1. Transaktionsverbot	186
a) Allgemeines.....	186
b) Nutzung der Insiderinformation	186
2. Weitergabeverbot	188
3. Empfehlungsverbot	190
III. Nach schweizerischem Recht	191
1. „Ausnützen der Kenntnis einer vertraulichen Tatsache“.....	191
a) Tathandlung.....	191
b) Zusammenhang zwischen der Kenntnis der Insidertatsache und der Vornahme der Transaktion.....	192
c) Tatbegehung durch Unterlassung?.....	193
aa) Unterlassen einer Effekentransaktion	193
bb) Nichteinschreiten gegen die Vornahme einer Effekentransaktion	195
2. „Einem Dritten zur Kenntnis bringen“.....	197
a) Weitergabe von Insidertatsachen.....	197
b) Tatbestandsmässigkeit von Kauf- und Verkaufsempfehlungen...	198
3. Vermögensvorteil beim Täter oder einem Dritten.....	199
IV. Rechtsvergleichende Betrachtung	201
1. Vergleich der USA mit der EU	201
2. Vergleich der USA und der EU mit der Schweiz.....	202

§ 11 Subjektive Voraussetzungen	202
I. Nach US-Recht	202
II. Nach der EU-Richtlinie	204
III. Nach schweizerischem Recht	206
IV. Rechtsvergleichende Betrachtung	208
§ 12 Ausgewählte Problemkreise	210
I. „Niemand kann sein eigener Insider sein“	210
1. Problemstellung	210
2. Umsetzung eigener Transaktionsentscheide	211
3. Erwerb eigener Effekten durch die Gesellschaft	213
4. Ergebnis	215
II. Besondere Fälle missbräuchlicher Praktiken	215
1. Frontrunning	215
2. Scalping	218
III. Konkurrenzen zu Art. 161 StGB	221
IV. Räumlicher Geltungsbereich von Art. 161 StGB	222
4. Kapitel: Sanktionen und verfahrensrechtliche Aspekte	225
§ 13 Sanktionen bei Verstoss gegen das Insiderverbot	225
I. Nach US-Recht	225
1. Vorbemerkungen	225
2. Zivilrechtliche Sanktionen	226
a) Zivilrechtliche Sanktionen auf Initiative der SEC	226
aa) Allgemeines	226
bb) Zivilrechtliche Unterlassungsverfügung	226
cc) Einziehung des Vermögensvorteils	227
dd) Zivilrechtliche Busse	228
b) Zivilrechtliche Klagen von Anlegern	229
3. Verwaltungsrechtliche Sanktionen	232
a) Verwaltungsrechtliche Unterlassungsverfügung	232
b) Aufsichtsrechtliche Sanktionen	233
4. Strafrechtliche Sanktionen	233
II. Nach der EU-Richtlinie	234
III. Nach schweizerischem Recht	236
1. Strafandrohung nach Art. 161 StGB	236
2. Einziehung des Vermögensvorteils	237
3. Sanktionen bei Verstoss gegen die Gewähr zur einwandfreien Geschäftsführung	238
IV. Rechtsvergleichende Betrachtung	239

§ 14 Mit der Durchsetzung des Insiderverbotes betraute Behörden und Organe	242
I. Nach US-Recht	242
1. Börsen und andere Selbstregulierungsorganisationen	242
2. Securities and Exchange Commission	243
3. United States Attorneys und Bundesgerichte	245
II. Nach der EU-Richtlinie	245
1. Konzept einer einzigen Behörde	245
2. Kompetenzen der Behörde	246
III. Nach schweizerischem Recht	247
1. Börse	247
2. Eidgenössische Bankenkommission	248
3. Kantonale Untersuchungsbehörden und Gerichte	249
IV. Rechtsvergleichende Betrachtung	250
5. Kapitel: Ausblick de lege ferenda für die Schweiz	253
§ 15 Gründe für eine Revision der Insiderstrafnorm	253
I. Zu eng gefasster Tatbestand	253
II. Verbesserung der Durchsetzung	254
1. Bisherige Anwendungsfälle von Art. 161 StGB	254
2. Probleme bei der Anwendung von Art. 161 StGB	255
III. Ansätze für eine mögliche Revision	257
§ 16 Revisionsbestrebungen	258
I. Anregungen und Vorstösse zu einer Revision	258
1. Arbeitsgruppe Insiderdelikte	258
2. Motion Jossen	259
3. Vorschläge seitens der Eidgenössischen Bankenkommission	260
a) Sanktionenbericht	260
b) Vorschlag für ein Rundschreiben „Marktmissbrauchsregeln“	261
4. Bericht der Expertenkommission Zimmerli zur FINMAG II	262
II. Vorentwurf für eine Revision von Art. 161 StGB	263
§ 17 Stellungnahme zu den Revisionsvorschlägen und eigene Anregungen de lege ferenda	265
I. Stellungnahme zum Vorentwurf	265
1. Streichung von Art. 161 Ziff. 3 StGB	265
2. „In der Schweiz börslich gehandelte Effekten“	266
3. Erhöhung der Strafandrohung	266
4. Fazit	267
II. Revisionsvorschläge in verfahrensrechtlicher Hinsicht	267
1. Vorbemerkungen	267
2. Verwaltungsrechtliche Sanktionen	268

a) Gründe für die Einführung von verwaltungsrechtlichen Sanktionen	268
b) Verwaltungsbussen	269
c) Wahrung von Verfahrensgarantien	270
d) Würdigung	271
3. Verwaltungsstrafrechtliche Sanktionen	272
a) Einsetzen von spezialisierten Bundesbehörden	272
b) Mögliche Behördenorganisation	274
aa) Eidgenössische Bankenkommission	274
bb) Andere Bundesbehörde	275
c) Überführung von Art. 161 StGB ins Börsengesetz	275
4. Fazit	276
III. Revisionsvorschläge in inhaltlicher Hinsicht	277
1. Erweiterung des Kreises der Primärinsider	277
2. Erweiterung des Kreises der Sekundärinsider	278
3. Anpassungen bei den erfassten Effekten	279
4. „Nicht öffentlich bekannt“ statt „vertraulich“	280
5. Einbezug von Kauf- und Verkaufsempfehlungen gestützt auf Insiderinformationen	280
6. Verzicht auf die Erzielung eines Vermögensvorteils?	281
7. Änderungen beim subjektiven Tatbestand	282