

# 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
<b>Einleitung.....</b>	<b>1</b>
<b>1. Kapitel: Grundlagen.....</b>	<b>5</b>
<b>§ 1 Der Begriff Insiderhandel.....</b>	<b>5</b>
<b>§ 2 Kontroverse über den Regulierungsbedarf von Insiderhandel .....</b>	<b>7</b>
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 uninformatierter 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 Schweiz .....45**

<b>§ 3 Einführung in die Regelung des US-Bundesrechts.....</b>	<b>45</b>
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
<b>§ 4 Einführung in die Regelung der Europäischen Union.....</b>	<b>72</b>
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
<b>§ 5 Einführung in die auf Insiderhandel anwendbaren Rechtsnormen des schweizerischen Rechts.....</b>	<b>82</b>
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**

<b>§ 6 Vorbemerkungen.....</b>	<b>105</b>
<b>§ 7 Vom Insiderverbot erfasste Personen .....</b>	<b>106</b>
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
<b>§ 8 Insidereffekten .....</b>	<b>132</b>
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
<b>§ 9 Insiderinformation .....</b>	<b>143</b>
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
<b>§ 10 Verbotene Handlung.....</b>	<b>178</b>
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

<b>§ 11 Subjektive Voraussetzungen .....</b>	<b>202</b>
I. Nach US-Recht .....	202
II. Nach der EU-Richtlinie .....	204
III. Nach schweizerischem Recht .....	206
IV. Rechtsvergleichende Betrachtung .....	208
<b>§ 12 Ausgewählte Problemkreise .....</b>	<b>210</b>
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
<b>4. Kapitel: Sanktionen und verfahrensrechtliche Aspekte .....</b>	<b>225</b>
<b>§ 13 Sanktionen bei Verstoss gegen das Insiderverbot .....</b>	<b>225</b>
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

<b>§ 14 Mit der Durchsetzung des Insiderverbotes betraute Behörden und Organe</b> .....	<b>242</b>
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
<b>5. Kapitel: Ausblick de lege ferenda für die Schweiz</b> .....	<b>253</b>
<b>§ 15 Gründe für eine Revision der Insiderstrafnorm</b> .....	<b>253</b>
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
<b>§ 16 Revisionsbestrebungen</b> .....	<b>258</b>
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
<b>§ 17 Stellungnahme zu den Revisionsvorschlägen und eigene Anregungen de lege ferenda</b> .....	<b>265</b>
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