

## Aspekte des Insiderstatbestands (Art. 161 StGB)

Roger Groner

### Inhaltsübersicht

- I. Umfeld
- II. Insiderstat  
  - 1. Der Artikel
  - 2. Tatsache
  - 3. Kursrelevanz
  - 4. Vertrauliche Tatsache
- III. Niemand kann sein eigener Insider sein  
  - 1. Allgemeines
  - 2. Insider
  - 3. Handeln der Gesellschaft
  - 4. Geschützte Interessen
  - 5. Vermögensvorteil
  - 6. Zusammenfassung

### I. Umfeld

Dieses Jahrzehnt wurde durch den Wettbewerb der Rechtsordnungen geprägt, der paradoxerweise in vielen Bereichen zur *Rechtsangleichung* (im Sinne eines run to the top) führte<sup>1</sup>. Die Heranführung des schweizerischen Kapitalmarktes an amerikanische und angelsächsische Standards belegt exemplarisch diese Entwicklung<sup>2</sup>. Die Fokussierung auf Aktionärsinteressen, die Aufnahme moderner Rechnungslegungsvorschriften<sup>3</sup> und die Einführung der Elektronischen Börse Schweiz (EBS) führten im Laufe dieses Jahrzehnts zu einer überproportionalen Zunahme der schweizerischen Börsenkapitalisierung<sup>4</sup>. So lag diese Ende 1998 im europäischen Vergleich hinter den Börsen London, Frankfurt und Paris auf Rang 4, während in den 80er Jahren eine Top Five-Position nie

<sup>1</sup> PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht, Bern 1998, V.

<sup>2</sup> PETER BÖCKLI, Zum Börsengesetz von 1995: neue Rechtsinstitute und neue Probleme, BJM 45 (1998) 227 f.; HANS CASPAR VON DER CRONE, Ein Aktienrecht für das 21. Jahrhundert, SZW 70 (1998) 158 ff.; CHRISTIAN J. MEIER-SCHATZ, Meldepflicht und Übernahmeangebote: Gedanken zu den neuen Ausführungsverordnungen, Manuskript des Vortrags vom 23. Oktober 1997 vor dem Zürcher Juristenverein, 2.

<sup>3</sup> NZZ vom 16.12.1997, 33, Offener Informationspolitik börsenkotierter Firmen.

<sup>4</sup> VON DER CRONE, a.a.O. (Fn. 2), 158.

erreicht wurde<sup>5</sup>. Diese Entwicklung basierte auf einem Paradigmenwechsel: Die kotierten Gesellschaften haben entdeckt, dass es sich lohnt, sich um Fremd- und Eigenkapital zu bemühen<sup>6</sup>. Der Anleger soll deshalb vollständig über die kotierten Gesellschaften informiert werden, so dass er sich ein Bild über die wesentlichen Risiken und Chancen machen kann<sup>7</sup>. Mithin basiert die gesamte schweizerische Börsengesetzgebung auf diesem Gedanken<sup>8</sup>.

Paradebeispiel für die internationale Rechtsangleichung und die Verbesserung der Transparenz auf dem Kapitalmarkt ist der am 1. Juli 1988 in Kraft getretene Insiderstatbestand (Art. 161 StGB). Primär auf Drängen der amerikanischen Banken- und Börsenaufsichtsbehörden FED und SEC sowie der amerikanischen Strafverfolgungsbehörden auf Gewährung von Rechtshilfe erlassen<sup>9</sup>, setzte sich auch in der Schweiz während des Gesetzgebungsverfahrens die Einsicht durch, ein Finanzplatz mit internationalem Geltungsanspruch benötige ein Insiderhandelsverbot<sup>10</sup>.

<sup>5</sup> NZZ vom 31.12.1998, 31, Hongkongs Börse fällt aus den "Top Ten"; so bereits auch im Frühling 1998 (vgl. NZZ vom 27.4.1998, 26).

<sup>6</sup> VON DER CRONE, a.a.O. (Fn. 2), 158 ff. Zur Zeit besteht immer noch grosser Handlungsbedarf wie etwa stärkere Kooperation unter Börsen und die Abschaffung steuerlicher Nachteile. Denn mit der Einführung des Euro und der faktischen Beseitigung der monetären Landesgrenzen wird der Druck auf Finanzplätze mit ungenügenden Rahmenbedingungen (wie etwa Börsenzwang und prohibitiven Zulassungssystemen) zunehmen. Den Emittenten wird es in Euroland nicht schwer fallen, auf attraktivere (sprich kostengünstigere) Märkte auszuweichen (vgl. NZZ vom 8.10.1998, 23, Resisterter Börsenumsatz-Stempel; NZZ vom 12.12.1998, 21, Die Schweizer Börse in der zweiten Liga?).

<sup>7</sup> VON DER CRONE, a.a.O. (Fn. 2), 159; CARSTEN PETER CLAUSSEN, Bank- und Börsenrecht, München 1996, 278.

<sup>8</sup> Botschaft des Bundesrates zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, Sonderdruck, 4 (auch in BBl 1993 I 369 ff.).

<sup>9</sup> NIKLAUS SCHMID, Schweizerisches Insiderstrafrecht, Bern 1988, N 72.

<sup>10</sup> Zum Konnex Insiderhandelsverbot – Kapitalmarktschutz anschaulich FARRAR: "Investors should be able to identify those companies where their capital is most needed and will most profitably be used. This enables resources to be efficiently allocated and not "wasted" in companies which are going into decline. An efficient stock market therefore is necessary to ensure an efficient allocation of capital. If, however, there is information of a price-sensitive nature available which is not disclosed and on the basis of which some people only are trading, then they are distorting the market. The price at which those shares are being traded is an artificial one; when this fact subsequently becomes apparent, public confidence in the stock market is diminished. As investors are generally risk averse, if it appears that investing in the stock market is becoming even more of a gamble because of the unknown amount of insider dealing which is occurring, then they may pull out and look to invest elsewhere, perhaps through the financial institutions." (Farrar's Company Law, N 9 zu 365; zitiert in: ALAIN VIANDIER, The Legal Theory of Insider Regulation in Europe, in: European Insider Dealing, Klaus Hopt/Eddy Wymeersch, London 1991, 60)

Der Insic  
Tages- u  
Untersuc  
weise ka  
wegen Ir  
StGB gr  
Gesellsch  
Im  
sein eige

## II. In

### 1. De

Nach Ar  
tes, der  
gesellsch  
schaft, a  
der vorg  
schafft,  
den den  
ändern  
von Opt  
ausnützt

11 Vg  
5.  
Fi  
In:  
19  
33  
12 Dj  
(T  
In:  
13 V  
V  
St  
Sc  
Fi  
Zi  
D  
19  
Fi  
ve

h Paradigmenwechsel: Die  
 lohnt, sich um Fremd- und  
 vollständig über die kotier-  
 ein Bild über die wesent-  
 asierte die gesamte schwei-

gleichung und die Verbes-  
 am 1. Juli 1988 in Kraft  
 auf Drängen der amerika-  
 ED und SEC sowie der  
 währung von Rechtshilfe  
 end des Gesetzgebungs-  
 internationalem Geltungs-

den "Top Ten"; so bereits auch

eht immer noch grosser Hand-  
 en und die Abschaffung steuer-  
 der faktischen Beseitigung der  
 anzahlplätze mit ungenügenden  
 (prohibitiven Zulassungssystemen)  
 schwer fallen, auf attraktivere  
 NZZ vom 8.10.1998, 23, Resis-  
 21, Die Schweizer Börse in der

CLAUSSEN, Bank- und Börsen-

z über die Börsen und den  
 (auch in BBl 1993 I 369 ff.).  
 ern 1988, N 72.

tz anschaulich FARRAR: "Inves-  
 their capital is most needed and  
 be efficiently allocated and not  
 ine. An efficient stock market  
 of capital. If, however, there is  
 ch is not disclosed and on the  
 v are distorting the market. The  
 artificial one; when this fact  
 the stock market is diminished.  
 t investing in the stock market is  
 own amount of insider dealing  
 k to invest elsewhere, perhaps  
 ay Law, N 9 zu 365; zitiert in:  
 lation in Europe, in: European  
 1991, 60)

Der Insiderstatbestand wurde schlechthin DER Artikel des Strafgesetzbuchs. Die Tages- und Wirtschaftspresse berichtet regelmässig über in- und ausländische Untersuchungen von Transaktionen auf Insiderhandel hin<sup>11</sup>. Bemerkenswerterweise kam es bisher in der Schweiz lediglich zu einer einzigen Verurteilung wegen Insiderhandels<sup>12</sup>. Auch die Straf- und Privatrechtslehre schenkt Art. 161 StGB grosse Beachtung, da der Insiderstatbestand das Straf-, Kapitalmarkt- und Gesellschaftsrecht gleichermaßen erfasst<sup>13</sup>.

Im Folgenden sollen die Insiderstatbeurteilung sowie der Satz "*Niemand kann sein eigener Insider sein.*" näher betrachtet werden.

## II. Insiderstatbeurteilung

### 1. Der Artikel

Nach Art. 161 Ziff. 1 StGB wird bestraft, wer als Mitglied des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung, der Revisionsstelle oder als Beauftragter einer Aktiengesellschaft oder einer sie beherrschenden oder von ihr abhängigen Gesellschaft, als Mitglied einer Behörde oder als Beamter, oder als Hilfsperson einer der vorgenannten Personen sich oder einem andern einen Vermögensvorteil verschafft, indem er die Kenntnis einer vertraulichen Tatsache, deren Bekanntwerden den Kurs von in der Schweiz börslich oder vorbörslich gehandelten Aktien, andern Wertschriften oder entsprechenden Bucheffekten der Gesellschaft oder von Optionen auf solche in voraussehbarer Weise erheblich beeinflussen wird, ausnützt oder diese Tatsache einem Dritten zur Kenntnis bringt.

<sup>11</sup> Vgl. NZZ vom 20.8.1998, 35, Insideruntersuchung gegen Olivetti; NZZ vom 5.10.1998, 17, Insidergeschäfte an der Spitze der Zürich? Überraschender Rücktritt des Finanzchefs Markus Rohrbasser; NZZ vom 5.11.1998, 33, Kadermitglied von ABB des Insiderhandels beschuldigt. "Unsauberer Kauf von Elsag-Titeln"; NZZ vom 14.11.1998, 27, Appell der ABB-Konzernleitung an das eigene Kader; NZZ vom 21.11.1998, 33, Anklage gegen 3sat-Börsenspezialisten. Verdacht des Insiderhandels.

<sup>12</sup> Die Verurteilung erfolgte im Jahre 1995 in einem Genfer Strafmandatsverfahren (Tages-Anzeiger vom 16.12.1998, 33, Wenn das Geld lockt; NZZ vom 8.1.1999, 29, Insideruntersuchung in Sachen UBS-Fusion).

<sup>13</sup> Vgl. SCHMID, a.a.O. (Fn. 9); PETER BÖCKLI, Insiderstrafrecht und Verantwortung des Verwaltungsrates, Zürich 1989; PETER FORSTMOSER, Die neue schweizerische Strafnorm gegen Insider-Transaktionen, SAG 60 (1988) 122 ff.; DERS. Das neue Schweizerische Insider-Recht, Publikation der Bank Vontobel, Zürich 1988; MARKUS FELLMANN, Rechtliche Erfassung von Insidertransaktionen in der Schweiz, Diss. Zürich 1981; BRIGITTE HOFSTETTER, Interessenkonflikte im Universalbankensystem, Diss. Bern 1999; CHRISTOPH PETER, Aspekte der Insiderstrafnorm, Diss. Zürich/Chur 1991; DERS. Erfahrungen mit dem Insiderstatbestand, in: Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 1993, 105 ff.; FELIX STREBEL, Insiderverhalten und Banken, Diss. Zürich/Winterthur 1990.

## 2. Tatsache

Art. 161 StGB setzt in der Tatbestandsumschreibung und in der Marginalie die Kenntnis einer "vertraulichen Tatsache" voraus. Eine Tatsache ist ein reales, in der Vergangenheit geschehenes oder in der Zukunft stattfindendes Ereignis oder Nicht-Ereignis (d.h. das Ausbleiben eines Ereignisses, dessen Eintritt als sicher eingeschätzt wurde)<sup>14</sup>. Keine Tatsachen sind dagegen nach verbreiteter Ansicht Wertungen, Gerüchte, Kommentare oder Urteile<sup>15</sup>. Die scheinbar klare Abgrenzung zwischen Tatsachen und Wertungen ist jedoch nicht möglich. Wertungen oder Gerüchte geben nämlich zwangsläufig Tatsachen wieder oder basieren auf Tatsachen, wenn auch in subjektiver Form<sup>16</sup>. Beispielsweise werden in Aussagen wie "Ich glaube, der Kurs der Y-Aktie ist zu hoch." und "Die X-AG hat eine Erfindung gemacht, mit der Erdölvorräte im Bodensee ausgebeutet werden können." zwar Tatsachen mitgeteilt. Die Aussagen sind aber zu unbestimmt oder zu unglaubwürdig, als dass daraus ein Vermögensvorteil erzielt werden könnte.

Anstelle der Unterscheidung Tatsache/Werturteil sollten deshalb die Kriterien der *Bestimmtheit* und *Zuverlässigkeit* der Information verwendet werden. Eine insiderrelevante Tatsache liegt nach der hier vertretenen Ansicht vor, wenn die Information genügend substantiiert, konkret und zuverlässig ist, damit ein Informationsvorsprung ausgenutzt werden kann. Art. 161 StGB kann somit beispielsweise nicht erfüllt werden, wenn ein Insider aufgrund eines Gesprächs zwischen Dritten erfährt, "es tue sich etwas Kursrelevantes in den Effekten X, so dass der Kurs massiv steigen werde." Dieser Information fehlt die genügende Bestimmtheit<sup>17</sup>. Eine Information ist insiderrelevant, wenn ein durchschnittlich vorsichtiger Anleger – wenn er dürfte – aufgrund dieser Informationen in den betreffenden Effekten handeln würde.

<sup>14</sup> Im Gegensatz zum Betrugstatbestand (Art. 146 StGB), bei dem sich die Irreführung auf vergangene oder gegenwärtige Tatsachen beziehen muss, kann im Falle des Art. 161 StGB auch die Kenntnis einer zukünftigen Tatsache zur Strafbarkeit führen (vgl. JÖRG REHBERG/NIKLAUS SCHMID, Strafrecht III. Delikte gegen den Einzelnen, 7. Aufl., Zürich 1997, 166).

<sup>15</sup> SCHMID, a.a.O. (Fn. 9), N 180.

<sup>16</sup> Vgl. MARCEL A. NIGGLI, Kursmanipulation als Betrug?, AJP 7 (1998) 396; HILARY PUTNAM, Reason, Truth and History, Cambridge 1981, 201: "Every fact is value loaded and every one of our values loads some fact."

<sup>17</sup> Eine unbestimmte Information verschafft keinen insiderrelevanten Informationsvorsprung, der die Chancengleichheit der Marktteilnehmer beeinträchtigen würde.

## 3. Kursrelevanz

Nach Art. 161 Ziff. 1 Kurs in voraussehbare Markt erwarteten Erträ relevant, welche die Er beeinflusst. Art. 161 St ab, um die Erheblichk nach *objektiven Masss.* zierende Kursverlauf<sup>18</sup>. ankündigung nicht zw mehr sind die konkret beurteilen. Namentlich me der Unternehmens wettbewerbsrechtliche bindung wirken sich au

Um Bagatellfälle mation den Kurs vorat ten Beteiligungsrechte Veränderung des Kurs Kursveränderung in di noch kein Vermögensv werden kann. Erst ab r relevante Gewinne, s Erheblichkeit verwend

Aufgrund des si Bestimmtheitsgrundsatz Ziff. 3 StGB näher ur stehende Emission ne

<sup>18</sup> SCHMID, a.a.O. (Fn.

<sup>19</sup> Vgl. die Fusionsanl Ciba SC/Clariant, r 24.11.1998, 31, N; vom 18.11.1998, 52

<sup>20</sup> Transaktionskosten Börsen- und EBK-/

<sup>21</sup> Für SCHMID liegt c N 227).

<sup>22</sup> JÖRG REHBERG, Str Erläuterungen zur I

<sup>23</sup> revidierten Kotieru (Hrsg.), Bank- und

### 3. Kursrelevanz

Nach Art. 161 Ziff. 1 StGB muss das Bekanntwerden der Insider Tatsache den Kurs in voraussehbarer Weise erheblich beeinflussen. Da der Kurs die vom Markt erwarteten Erträge widerspiegelt, ist grundsätzlich jede Tatsache kursrelevant, welche die Ertragslage (weniger die Vermögenslage) der Gesellschaft beeinflusst. Art. 161 StGB stellt nicht auf subjektive Vorstellungen des Insiders ab, um die Erheblichkeit einer Information zu ermitteln. Entscheidend ist der nach *objektiven Massstäben* im Zeitpunkt der Insidertransaktion zu prognostizierende Kursverlauf<sup>18</sup>. Wie verschiedene Beispiele zeigen, muss eine Fusionsankündigung nicht zwangsläufig zu einem Steigen des Kurses führen<sup>19</sup>. Vielmehr sind die konkreten Umstände, die für den Kursverlauf relevant sind, zu beurteilen. Namentlich das Austauschverhältnis, das Ausmass der Vorwegnahme der Unternehmensverbindung durch Gerüchte (oder durch Insiderhandel), wettbewerbsrechtliche Auflagen sowie die Gründe für die Unternehmensverbindung wirken sich auf den Kurs nach Bekanntgabe der Fusion aus.

Um Bagatellfälle vom Insiderhandelsverbot auszunehmen, muss die Information den Kurs voraussichtlich *erheblich* beeinflussen. Der Handel in kotierten Beteiligungsrechten wird aufgrund der Transaktionskosten<sup>20</sup> erst ab einer Veränderung des Kurses von 5% lohnenswert. Eine Information, die bloss eine Kursveränderung in dieser Höhe bewirkt, ist nicht insiderrelevant, da diesfalls noch kein Vermögensvorteil im Sinne von Art. 161 Ziff. 1 Abs. 4 StGB erzielt werden kann. Erst ab rund zehnpromtigen Kursabweichungen locken insiderrelevante Gewinne, so dass dieser Mindestgrenzwert zur Bestimmung der Erheblichkeit verwendet werden sollte<sup>21</sup>.

Aufgrund des sich aus Art. 4 Abs. 1 BV und Art. 1 StGB ergebenden Bestimmtheitsgrundsatzes<sup>22</sup> wurde die insiderrelevante Tatsache in Art. 161 Ziff. 3 StGB näher umschrieben<sup>23</sup>. Danach gilt als neue Tatsache eine bevorstehende Emission neuer Beteiligungsrechte, eine Unternehmensverbindung

<sup>18</sup> SCHMID, a.a.O. (Fn. 9), N 222.

<sup>19</sup> Vgl. die Fusionsankündigungen von Algroup/Viag, Deutsche Bank/Bankers Trust und Ciba SC/Clariant, nach denen die Börsenkurse kaum stiegen oder sanken (NZZ vom 24.11.1998, 31, Nachteile für die Aktionäre der Deutschen Bank?; Handelszeitung vom 18.11.1998, 53, Enttäuschung an der Börse).

<sup>20</sup> Transaktionskosten verursachen namentlich die Eidgenössische Umsatzabgabe, die Börsen- und EBK-Abgabe sowie die Kommissionen und Depotgebühren der Banken.

<sup>21</sup> Für SCHMID liegt die insiderrelevante Grenze bei rund 20% (SCHMID, a.a.O. [Fn. 9], N 227).

<sup>22</sup> JÖRG REHBERG, Strafrecht I, Verbrechenlehre, 6. Aufl., Zürich 1996, 22.

<sup>23</sup> Erläuterungen zur Bekanntgabepflicht bei kursrelevanten Tatsachen gemäss Art. 72 des revidierten Kotierungsreglements (Ad hoc-Publizität), in: Luc Thevenoz/Urs Zulauf (Hrsg.), Bank- und Finanzmarktrecht 1998 [BF 98], Zürich 1998, 48-3c.

oder ein ähnlicher Sachverhalt von vergleichbarer Tragweite. Die relevanten Sachverhalte müssen nach dem Wortlaut erstens einer Emission oder einer Fusion ähnlich sein und zweitens eine vergleichbare Tragweite aufweisen. Der schweizerische Insiderstatbestand ist somit deutlich enger gefasst als die ausländischen Normen<sup>24</sup>. Deshalb war umstritten, ob der Begriff des "ähnlichen Sachverhalts von vergleichbarer Tragweite" auch Tatsachen erfasst, die eine erhebliche Veränderung der Ertragslage mit sich bringen, aber nichts mit einer Unternehmensverbindung oder einer Emission zu tun haben.

So vertrat namentlich SCHMID den Standpunkt, dass "alle Vorgänge und Zustände, die sich nach allgemeiner Erfahrung massgeblich auf die Bewertung des Unternehmens bzw. deren Effekten auswirken" von Art. 161 StGB erfasst werden<sup>25</sup>. Im Gegensatz dazu führte BÖCKLI aus<sup>26</sup>: "Die vom Gesetz verlangte "Ähnlichkeit" eines Vorgangs muss in dem liegen, was die beiden Hauptbeispiele, denen die Sachverhalte ähnlich sein sollen, auszeichnet: dies ist in beiden Fällen die wesentliche Veränderung der Bilanz- oder Aktienstruktur des Unternehmens."<sup>27</sup>

Das Bundesgericht entschied die umstrittene Frage in BGE 118 Ib 547. Diesem Entscheid lag folgender Sachverhalt zugrunde: Die SEC führte eine Insideruntersuchung durch, weil jemand Put-Optionen auf kotierte Aktien der Y erworben hatte<sup>28</sup>. Kurze Zeit nach dem Erwerb gab die Y eine erhebliche Verminderung des Reingewinns aufgrund einer unerwarteten Margenverengung bekannt<sup>29</sup>. Die SEC stellte ein Rechtshilfesuch gegenüber der Schweiz. Zu prüfen war, ob eine Insider Tatsache vorlag. Das Bundesgericht entschied, dass aufgrund des klaren Wortlauts nur ein Substanzverlust einer Gesellschaft, der die Bilanzstruktur gründlich verändert und die Sanierung oder eine Restrukturierung der Gesellschaft erforderlich macht, allenfalls als insiderrelevante Tat-

sache gelten kann, zu begründen<sup>30</sup>. Mangels anderen Emissionen oder schlechte Geschäftsergebnisse (Aidsheilmittel) keine in

Im Hinblick auf die Auffassung bedauerlich Entscheid des Bundesgerichten trauen können, was im Art. 161 StGB zu revidierfähig verwirklicht von StGB spätestens im Fall Richtlinie der EG beformuliert<sup>32</sup>.

#### 4. Vertrauliche Tatsachen

Eine Insider Tatsache ist öffentlich bekannt ist. Diese Tatsache ist als öffentliche Anzahl von Personen, wenn die professionell (Kum) informiert werden Medien bekannt gegeben Insider Tatsache mittels Systeme wie Reuters, B

<sup>24</sup> So liegt nach § 13 Abs. 1 deutsches Wertpapierhandelsgesetz vom 26. Juli 1994 (WpHG) bereits eine Insider Tatsache bei Kenntnis "einer nicht öffentlich bekannten Tatsache ...[vor], die sich auf eine oder mehrere Emittenten von Insiderpapieren oder auf Insiderpapiere bezieht und die geeignet ist, im Falle ihres öffentlichen Bekanntwerdens den Kurs der Insiderpapiere erheblich zu beeinflussen (Insider Tatsache)." (vgl. JÖRG KONDRING, Zur Anwendung des deutschen Insiderstrafrechts auf Sachverhalte mit Auslandsberührung, WM 52 [1998] 1376).

<sup>25</sup> NIKLAUS SCHMID, Dogmatische Analyse des neuen Art. 161 StGB, Referat zum HSG-Insiderseminar vom 24. Mai 1998, 6. So auch FORSTMOSER, SAG, a.a.O. (Fn. 13), 129; JEAN-MARC RAPP, L'expérience américaine et l'article 161 CPS, in: CEDIDAC, La répression des opérations d'initiés, Lausanne 1990, 106.

<sup>26</sup> Ebenso PETER, a.a.O. (Fn. 13), 110; STREBEL, a.a.O. (Fn. 13), 47.

<sup>27</sup> BÖCKLI, a.a.O. (Fn. 13), 49.

<sup>28</sup> BGE 118 Ib 547 (= Pr 82 (1993) Nr. 150, 579).

<sup>29</sup> Der Grund für das Sinken der Marge war einerseits das Sinken des Marktpreises für Bananen und andererseits die Erhöhung der Produktionskosten.

<sup>30</sup> BGE 118 Ib 547 (= 1

<sup>31</sup> NOBEL, a.a.O. (Fn. 1

<sup>32</sup> Art. 1 Ziff. 1 Richtl. Vorschriften betreff "Insider-Information oder mehrere Emittenten und die, wenn sie papiers oder dieser

<sup>33</sup> Etwa im Sinne von Art. 6 UWG, Art. 3

<sup>34</sup> SCHMID, a.a.O. (Fn.

<sup>35</sup> NZZ vom 19.6.1994 455: "Un fait est connu - par une information (Stratenwerth, Schwyz no 10; Schmid, op.

weite. Die relevanten Emission oder einer weite aufweisen. Der gefasst als die ausländischen des "ähnlichen Sachverhalts", die eine erheblichen mit einer Unter-

s "alle Vorgänge und lich auf die Bewertung Art. 161 StGB erfasst vom Gesetz verlangt als die beiden Hauptauszeichnet: dies ist in der Aktienstruktur des

e in BGE 118 Ib 547. Die SEC führte eine auf kotierte Aktien der Y die Y eine erhebliche eten Margenverengung über der Schweiz. Zu gericht entschied, dass einer Gesellschaft, der ng oder eine Restruktur- ls insiderrelevante Tat-

gesetz vom 26. Juli 1994 nicht öffentlich bekannten n von Insiderpapieren oder ihres öffentlichen Bekannt- nfluss (Insidertatsache)." derstrafrechts auf Sachver-

1 StGB, Referat zum HSG- , SAG, a.a.O. (Fn. 13), 129; 51 CPS, in: CEDIDAC, La

3), 47.

Sinken des Marktpreises für en.

sache gelten kann, um die vom Gesetzestext geforderte Ähnlichkeit zu begründen<sup>30</sup>. Mangels Ähnlichkeit mit den in Art. 161 Ziff. 3 StGB beschriebenen Emissionen oder Unternehmensverbindungen sind jedoch "gewöhnliche" schlechte Geschäftsergebnisse oder revolutionäre Erfindungen (wie etwa ein Aidsheilmittel) keine insiderrelevante Tatsachen<sup>31</sup>.

Im Hinblick auf die Zielsetzung des Art. 161 StGB mag diese restriktive Auffassung bedauerlich erscheinen. Aus rechtsstaatlichen Überlegungen ist der Entscheid des Bundesgerichts aber zu begrüßen: Ein Bürger soll darauf vertrauen können, was im Strafgesetzbuch steht. Es liegt somit am Gesetzgeber, Art. 161 StGB zu revidieren, soll der Zweck des Insiderhandelsverbots vollumfänglich verwirklicht werden. Im Übrigen wäre eine Revision von Art. 161 StGB spätestens im Falle eines EU-Beitritts nötig, da die 1989 verabschiedete Richtlinie der EG betreffend Insider-Geschäfte die Insidertatsache weiter formuliert<sup>32</sup>.

#### 4. Vertrauliche Tatsache

Eine Insidertatsache liegt nur solange vor, als die kursrelevante Tatsache nicht öffentlich bekannt ist. Nicht erforderlich ist, dass sie ein Geheimnis ist<sup>33</sup>. Eine Tatsache ist als öffentlich bekannt anzusehen, wenn es einer unbestimmten Anzahl von Personen möglich ist, von ihr Kenntnis zu nehmen<sup>34</sup>. Es genügt, wenn die professionellen Marktteilnehmer (und nicht das breite Anlegerpublikum) informiert werden. Die Information braucht damit nicht über die Massenmedien bekannt gegeben zu werden. Vielmehr genügt die Veröffentlichung der Insidertatsache mittels allgemein zugänglicher elektronischer Informationssysteme wie Reuters, Bloomberg und Bridge/Teletext<sup>35</sup>.

<sup>30</sup> BGE 118 Ib 547 (= Pr 82 (1993) Nr. 150, 586).

<sup>31</sup> NOBEL, a.a.O. (Fn. 1), 566.

<sup>32</sup> Art. 1 Ziff. 1 Richtlinie des Rates vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider-Geschäfte (ABl. EG Nr. L 334 vom 18.11.1989, 30): "Insider-Information: eine nicht öffentlich bekannte präzise Information, die einen oder mehrere Emittenten von Wertpapieren oder ein oder mehrere Wertpapiere betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieses Wertpapiers oder dieser Wertpapiere beträchtlich zu beeinflussen."

<sup>33</sup> Etwa im Sinne von Art. 162 StGB, Art. 179 StGB, Art. 273 StGB, Art. 320 ff. StGB, Art. 6 UWG, Art. 340 OR, Art. 47 BankG.

<sup>34</sup> SCHMID, a.a.O. (Fn. 9), N 217.

<sup>35</sup> NZZ vom 19.6.1998, 38, Neuer Dienst für Ad-hoc-Mitteilungen; BGE 118 Ib 448, 455: "Un fait est confidentiel au sens de CP 161 tant que le public boursier n'en a pas - par une information officielle ou par d'autres moyens - la connaissance (Stratenwerth, Schweizerisches Strafrecht, supplément 1987-1990, Berne 1990, p. 49 no 10; Schmid, op. cit., no 200 ss). Une information cesse ainsi d'être confidentielle

Im Hinblick auf die Bekanntgabe vertraulicher Tatsachen nimmt die Berichterstattung – die Regelpublizität und die Ad hoc-Publizität – durch die kotierten Gesellschaften eine wichtige Rolle ein<sup>36</sup>. Kotierte Gesellschaften sind nach Art. 64 und 65 Kotierungsreglement (KR)<sup>37</sup> verpflichtet, ihren Geschäftsbericht und einen Zwischenbericht (d.h. einen Semesterbericht) zu veröffentlichen<sup>38</sup>. Die diesen Berichten zugrundeliegende Rechnungslegung muss nach Art. 66 Abs. 1 KR ein den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage vermitteln, sich mithin am Grundsatz der True and Fair View orientieren<sup>39</sup>. Die meisten kotierten Gesellschaften gehen über die Anforderungen der semesterweisen Berichterstattung hinaus und veröffentlichen die wichtigsten Kennzahlen zum Geschäftsverlauf quartalsweise<sup>40</sup>. Beispielsweise wird die für den Kurs relevante Ertragsentwicklung durch Bekanntgabe der Kennzahl EBIT (Earnings Before Interest and Tax) offengelegt<sup>41</sup>. Unmittelbar nach Bekanntgabe der Kennzahlen besitzen die Verantwortlichen der betreffenden Gesellschaft regelmässig keine vertraulichen Informationen über die Ertragslage mehr. In diesem Zeitpunkt und noch Wochen danach können deshalb nur noch ganz aussergewöhnliche Ereignisse, die einen Einfluss auf die Ertragslage und die Kapitalstruktur haben (wie etwa ein Fusionsplan), insider-relevant sein.

*lorsqu' elle est connue, de manière presque certaine, par un cercle élargi d'acteurs boursiers.*”

<sup>36</sup> Daneben trägt auch die Meldepflicht über die Änderung des Aktionariats einer kotierten Gesellschaft in Art. 20 f. BEHG und Art. 31 BEHG zur Verhinderung von Insiderhandel bei, indem die Meldepflichten verdeckte Übernahmen verhindern (vgl. HANS CASPAR VON DER CRONE, Offenlegung von Beteiligungen und Kontrolltransaktionen im neuen Börsengesetz, in: Aktuelle Fragen des Kapitalmarktrechts, Schweizer Schriften zum Bankrecht, Band 37, Zürich 1996, 39; Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993, Sonderdruck, 42 [auch in BBl 1993 I 369 ff]).

<sup>37</sup> Kotierungsreglement (KR) der Zulassungsstelle der Schweizer Börse vom 24. Januar 1996, in Kraft seit 1. Oktober 1996 (abgedruckt in Thevenoz/Zulauf, a.a.O. (Fn. 23), Nr. 48-3).

<sup>38</sup> PETER WIDMER, Das neue Kotierungsreglement der Schweizer Börse, in: Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 1996, 129 und 131.

<sup>39</sup> NOBEL, a.a.O. (Fn. 1), § 10 N 98 und 134.

<sup>40</sup> Vgl. Informationspolitik börsenkotierter Unternehmen im Jahre 1997, 31. Tätigkeitsbericht 1997 der Kommission "Information der Aktionäre", Schweizerische Vereinigung für Finanzanalyse und Vermögensverwaltung, Basel 1998.

<sup>41</sup> Die durch die periodische Berichterstattung bekanntgegebenen Zahlen sind zwar Vergangenheitswerte. Jedoch stehen auch dem Verwaltungsrat einer Gesellschaft mit einer hochstehenden Informationspolitik keine vertraulichen Informationen zur Verfügung, da die budgetierten Werte auf Informationen beruhen, die auch der Öffentlichkeit zugänglich sind (etwa mittels elektronischer Datenbanken wie Datastream).

Zur Verhinderung des Insiderhandels nach Art. 72 KR verpflichtet die Gesellschaft in ihrem Tätigkeitsbereich die Aktionäre zu informieren, sobald sie Kenntnis haben (Ad hoc-Publizität) von einer unveröffentlichten, für den Kurs relevanten Tatsache, die dem Insiderhandel "Tatsache" nach Art. 72 KR entspricht. Die oben ausgeführt muss die Bekanntgabe eine Unternehmensveränderung gegenüber den Aktionären nach Art. 72 KR ihrer beträchtlichen Auswirkungen auf den allgemeinen Geschäftsverlauf und die Kursentwicklung ist somit eine Tatbestand der Fall ist.

### III. Niemand kann

#### 1. Allgemeines

In der Praxis stellt sich der Insiderstatbestand erfüllt ist:

- Eine Gesellschaft, die eine Tatsache, die von dem Insiderhandel durch die Durchführung einer
- Eine Gesellschaft, die eine Unternehmenszusammenschluss Gerüchten stark gegen die Kurspflege soll die Angebotspreis übersteigt kommt, begegnet v

<sup>42</sup> Daneben soll die Ad hoc-Publizität Informationsdefiziten entgegenwirken (Dieter Assmann/Uwe Assmann, Köln 1995, § 15 N 15).



...nimm die Bericht-  
 zität – durch die kotierten  
 ellschaften sind nach Art.  
 nren Geschäftsbericht und  
 zu veröffentlichen<sup>38</sup>. Die  
 muss nach Art. 66 Abs. 1  
 des Bild der Vermögens-  
 rundsatz der True and Fair  
 öten gehen über die Anfor-  
 us und veröffentlichen die  
 tatsweise<sup>40</sup>. Beispielsweise  
 g durch Bekanntgabe der  
 offengelegt<sup>41</sup>. Unmittelbar  
 erantwortlichen der betref-  
 en Informationen über die  
 a Wochen danach können  
 e, die einen Einfluss auf die  
 a ein Fusionsplan), insider-

Zur Verhinderung des Ausnützens solcher Tatsachen sind die Gesellschaften nach Art. 72 KR verpflichtet, den Markt über kursrelevante Tatsachen, welche in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten und nicht öffentlich bekannt sind, zu informieren, sobald sie von der Tatsache in ihren wesentlichen Punkten Kenntnis haben (Ad hoc-Publizität). Die schnellstmögliche Bekanntmachung noch unveröffentlichter, für die Bewertung von Effekten erheblicher Informationen soll dem Insiderhandel die Basis entziehen<sup>42</sup>. Der Begriff der "kursrelevanten Tatsache" nach Art. 72 KR geht weiter als derjenige der in Art. 161 StGB. Wie oben ausgeführt muss die insiderrelevante Tatsache sich auf eine Emission oder eine Unternehmensverbindung oder einen ähnlichen Vorgang beziehen. Demgegenüber sind nach Art. 72 Abs. 1 Satz 2 KR alle neuen Tatsachen, die wegen ihrer beträchtlichen Auswirkungen auf die Vermögens- und Finanzlage oder auf den allgemeinen Geschäftsgang des Emittenten geeignet sind, zu einer erheblichen Änderung der Kurse zu führen, ad hoc bekanntzugeben. Jede Insider-tatsache ist somit eine Tatsache im Sinne von Art. 72 KR, was umgekehrt nicht der Fall ist.

### III. Niemand kann sein eigener Insider sein

#### 1. Allgemeines

In der Praxis stellt sich oftmals die Frage, ob in Fällen wie diesen der Insider-tatbestand erfüllt ist:

- Eine Gesellschaft erwirbt in Kenntnis einer vertraulichen kurssteigernden Tatsache, die von der Gesellschaft selbst verursacht wird (wie etwa die Durchführung eines Aktienrückkaufprogramms), eigene Aktien.
- Eine Gesellschaft veräussert eigene Aktien kurz vor Bekanntgabe eines Unternehmenszusammenschlusses, um den Börsenkurs, der aufgrund von Gerüchten stark gestiegen ist, einigermaßen stabil zu halten. Durch diese Kurspflege soll der Gefahr, dass der Börsenkurs den angekündigten Angebotspreis überschreitet und deswegen das Angebot nicht zustande kommt, begegnet werden.

... par un cercle élargi d'acteurs

...ng des Aktionariats einer kotier-  
 G zur Verhinderung von Insider-  
 ernaahmen verhindern (vgl. HANS  
 ungen und Kontrolltransaktionen  
 talmarktrechts, Schweizer Schrif-  
 chaft zu einem Bundesgesetz über  
 r 1993, Sonderdruck, 42 [auch in

...Schweizer Börse vom 24. Januar  
 Thevenoz/Zulauf, a.a.O. (Fn. 23),

...er Schweizer Börse, in: Aktuelle  
 veiz, Bern 1996, 129 und 131.

...en im Jahre 1997, 31. Tätigkeits-  
 aktionäre", Schweizerische Vereini-  
 Basel 1998.

...anntgegebenen Zahlen sind zwar  
 waltungsrat einer Gesellschaft mit  
 raulichen Informationen zur Verfü-  
 eruhen, die auch der Öffentlichkeit  
 anken wie Datastream).

<sup>42</sup> Daneben soll die Ad hoc-Publizität die Bildung "unrichtiger" Börsenpreise infolge Informationsdefiziten der Marktteilnehmer verhindern (SIEGRIED KÜMPEL, in: Heinz-Dieter Assmann/Uwe H. Schneider [Hrsg.], Wertpapierhandelsgesetz. Kommentar, Köln 1995, § 15 N 15).

In diesen Fällen beruft sich die Gesellschaft regelmässig auf den Satz "*Niemand kann sein eigener Insider sein.*"<sup>43</sup>. Der Satz besagt, dass eine Gesellschaft und deren Organe nicht unter Art. 161 StGB fallen, wenn die Gesellschaft eine kursrelevante Tatsache selber verursacht und die Organe vor Bekanntwerden dieses Ereignisses für die Gesellschaft in Effekten dieser oder einer anderen Gesellschaft handeln<sup>44</sup>.

Im Folgenden ist dieser Satz (der oftmals ohne nähere Begründung wiedergegeben wird) auf seine Richtigkeit hin zu prüfen.

## 2. Insider

Aufgrund des Bestimmtheitsgrundsatzes ist der Täterkreis in Art. 161 Ziff. 1 StGB abschliessend aufgezählt. Danach unterliegen unter anderem Mitglieder des Verwaltungsrates der Strafandrohung von Art. 161 StGB. Die Gesellschaft als juristische Person ist nur strafbar, wenn ein Bundesgesetz dies ausdrücklich vorsieht<sup>45</sup>. Da dies in Art. 161 StGB nicht der Fall ist, kommen nur die Organe der Zielgesellschaft als mögliche Täter in Betracht. Dies ist unbestritten, wenn sie als Insider für sich selbst Geschäfte abschliessen<sup>46</sup>. Unklar ist jedoch, ob Organe, die Aktien ihrer Gesellschaft im Namen und auf Rechnung der Gesellschaft kaufen und verkaufen, ebenfalls unter den Täterkreis fallen. Die Formulierung des Art. 161 StGB, wonach der Täter die Tathandlung erfüllt, falls er "*sich oder einem andern*" einen Vermögensvorteil verschafft, beantwortet diese Frage nicht schlüssig.

## 3. Handeln der Gesellschaft

Beschliessen Organe, Aktien ihrer Gesellschaft im Namen und auf Rechnung ihrer Gesellschaft zu kaufen oder zu verkaufen, bilden sie den Willen der Gesellschaft. Nach der in der Schweiz geltenden Realitätstheorie handeln sie

<sup>43</sup> Wenn Manager Schweizer Publikumsgesellschaften etwas über den Insidertatbestand wissen, ist es dieser Satz.

<sup>44</sup> DANIEL DAENIKER, *Swiss Securities Regulation*, Zürich 1998, 94; SCHMID, a.a.O. (Fn. 9), N 243; PETER, a.a.O. (Fn. 13), 14. Dagegen erfasst dieser Satz nicht den Handel von Organen für ihre Gesellschaft, wenn Tatsachen ausgenutzt werden, die nicht von dieser Gesellschaft verursacht worden sind: "*Der Bankfunktionär, der unter Ausnutzung seines Insiderwissens für das Portefeuille seines Instituts Wertschriften erwirbt und diesem dadurch einen Vermögensvorteil verschafft, macht sich nach Art. 161 StGB strafbar...*" (SCHMID, a.a.O. [Fn. 9], N 272).

<sup>45</sup> ANDREA GOTTLIEB KELLER, *Die Insider-Strafnorm und der Erwerb eigener Aktien*, SAG 58 (1986) 34.

<sup>46</sup> MARTIN SCHUBARTH/PETER ALBRECHT, *Kommentar zum schweizerischen Strafrecht: Schweizerisches Strafgesetzbuch, Besonderer Teil, Bd. 2: Delikte gegen das Vermögen*, Art. 137-172 StGB, Bern 1990, Art. 161 N 44.

nicht als Vertreter kann der Handel persönlich, den Organe erfüllen, weil gerade sie juristische Personen

Soweit es geht, die Organe der Gesellschaft in der Gesellschaft vertreten, fallen sie nicht unter Art. 161 StGB, da die Vertreter (speziell, und nicht allgemein) die Tatsachen aus den Organen oder der Gesellschaft beschliesst, und zu diesem Zweck die Gesellschaft in einer gesellschaftlichen oder teleologischen Übernahmungskonstellation

Wird die Gesellschaft kein strafbares Verhalten ist. Im Grunde "*Niemand kann*"

## 4. Geschäfte

Art. 161 StGB Ruf des Kapitalmissbräucher Anleger das

47 CLAIRE  
48 zersische  
49 SCHMID  
50 SCHUBA  
51 Zur tele  
STREBE

ig auf den Satz "Niemand  
 lass eine Gesellschaft und  
 die Gesellschaft eine kurs-  
 vor Bekanntwerden dieses  
 der einer anderen Gesell-

ohne nähere Begründung  
 en.

erkreis in Art. 161 Ziff. 1  
 unter anderem Mitglieder  
 161 StGB. Die Gesellschaft  
 esgesetz dies ausdrücklich  
 t, kommen nur die Organe  
 Dies ist unbestritten, wenn  
 n<sup>46</sup>. Unklar ist jedoch, ob  
 auf Rechnung der Gesell-  
 erkreis fallen. Die Formu-  
 athandlung erfüllt, falls er  
 erschafft, beantwortet diese

Namen und auf Rechnung  
 bilden sie den Willen der  
 ealitätstheorie handeln sie

was über den Insiderstatbestand

ich 1998, 94; SCHMID, a.a.O.  
 erfasst dieser Satz nicht den  
 sachen ausgenutzt werden, die  
 'Der Bankfunktionär, der unter  
 e seines Instituts Wertschriften  
 erschafft, macht sich nach Art.

nd der Erwerb eigener Aktien,

um schweizerischen Strafrecht:  
 l. 2: Delikte gegen das Vermö-

nicht als Vertreter, sondern als Teile der juristischen Person selbst<sup>47</sup>. Daher kann der Handel im Namen und auf Rechnung der Gesellschaft nicht den Organen persönlich, sondern nur der Gesellschaft zugerechnet werden. Die handelnden Organe erfüllen in dieser Betrachtungsweise den Insiderstatbestand nicht, weil gerade sie nicht handeln, sondern allein die Zielgesellschaft<sup>48</sup>. Diese ist als juristische Person aber nicht nach Art. 161 StGB strafbar.

Soweit ersichtlich vertreten einzig SCHUBARTH/ALBRECHT den Standpunkt, die Organe einer Aktiengesellschaft seien strafbar, wenn sie für die Gesellschaft in Kenntnis einer kurswirksamen Tatsache handeln, die von der Gesellschaft verursacht wurde. Kaufen beispielsweise Organe für die Gesellschaft deren Effekten, weil der Verwaltungsrat plant, die Vinkulierung aufzugeben, fallen sie nach dieser Ansicht unter Art. 161 StGB<sup>49</sup>. Vorausgesetzt ist, dass die vertrauliche Tatsache "firmenspezifisch" (wohl eher gesellschaftsspezifisch), und nicht bloss "branchenspezifisch" ist. Nütze eine Gesellschaft Tatsachen aus, die nur sie betreffe und von der nur sie wisse, seien die handelnden Organe oder Vertreter strafbar. Nach SCHUBARTH/ALBRECHT ist die Strafbarkeit nach Art. 161 StGB hingegen ausgeschlossen, wenn eine Gesellschaft beschliesst, Mehrheitsaktionärin einer anderen Aktiengesellschaft zu werden, und zu diesem Zweck deren Aktien an der Börse aufkauft. Bei dieser Sonderkonstellation werde der Tatbestand nicht erfüllt, obwohl die Organe in Kenntnis einer gesellschaftsspezifischen Tatsache handeln. Diese Ausnahme wird durch eine teleologische Reduktion begründet: Der Insiderstatbestand bezwecke nicht, die Übernahme anderer Gesellschaften zu verhindern<sup>50</sup>.

Wird die Meinung von SCHUBARTH/ALBRECHT verallgemeinert, sollte kein strafbares Verhalten vorliegen, wenn der primäre Zweck der Transaktion nicht das Verschaffen eines Vermögensvorteils aufgrund einer Kursänderung ist. Im Grunde genommen wird somit auch von SCHUBARTH/ALBRECHT der Satz "Niemand kann sein eigener Insider sein." vertreten.

#### 4. Geschützte Interessen

Art. 161 StGB will nicht nur die Chancengleichheit der Anleger und den guten Ruf des Kapitalmarktes, sondern kumulativ die Gesellschaft vor Vertrauensmissbräuchen schützen<sup>51</sup>. Denn sähe man im Schutz der Chancengleichheit der Anleger das alleinige Rechtsgut, müsste der Tatbestand nicht als Sonderdelikt,

<sup>47</sup> CLAIRE HUGUENIN JACOBS, in: Kommentar zum schweizerischen Privatrecht. Schweizerisches Zivilgesetzbuch I, Basel und Frankfurt a.M. 1996, Art. 54/55 N 6.

<sup>48</sup> SCHMID, a.a.O. (Fn. 9), N 243 und PETER, a.a.O. (Fn. 13), 14 ff. m.w.H.

<sup>49</sup> SCHUBARTH/ALBRECHT, a.a.O. (Fn. 46), Art. 161 N 44 und 45.

<sup>50</sup> Zur teleologischen Reduktion BGE 121 III 219.

<sup>51</sup> STREBEL, a.a.O. (Fn. 13), 14 und 18.

sondern als gemeinsames Delikt konzipiert sein (nach der Regel "disclose or abstain")<sup>52</sup>. Nützen die Organe jedoch für ihre Gesellschaft eine gesellschaftsspezifische Tatsache aus, fehlt es am erforderlichen Vertrauensmissbrauch. Der Handel auf Rechnung der Gesellschaft in Kenntnis einer kursrelevanten Tatsache, die von der Gesellschaft verursacht worden ist, ist deshalb nicht strafbar. Namentlich wenn eine Gesellschaft in eigenen Effekten handelt und damit andere Zwecke verfolgt als das Ausnützen einer Kursänderung – wie etwa das Verhindern des Scheiterns eines Übernahmeangebots (vgl. oben Ziff. 1 zweites Beispiel) – liegt von vornherein kein Insiderhandel vor.

### 5. Vermögensvorteil

Der Handel in eigenen Effekten ist zudem eine andere Situation, als sie der Gesetzgeber bei der Umschreibung des Insiderhandelsbestandes im Auge hatte. Art. 161 Ziff. 1 StGB visiert nach seinem Wortlaut das Verhalten der Personen an, die durch den Einsatz des vertraulichen Wissens für sich selbst oder einen anderen einen unrechtmässigen Vorteil erlangen wollen. Mit "einem andern" ist aber ein dem Insider bekannter Dritter gemeint, beispielsweise der Ehegatte oder eine sonstwie nahestehende Person<sup>53</sup>. Folgt man der Realitätstheorie, ist die Gesellschaft im Verhältnis zum handelnden Organ kein Dritter. Sogar wenn diese formaljuristische Betrachtungsweise ausser Acht gelassen wird, liegt kein strafbares Verhalten vor, fallen doch – ökonomisch betrachtet – die Vermögensvorteile aus dem Ausnützen einer kursrelevanten gesellschaftsinternen Tatsache bei den Anteilshabern (Aktionären, Partizipanten, Genussscheinberechtigten) der Gesellschaft an. Diese sind aber regelmässig keine den Organen bekannte oder gar ihnen nahestehende Personen. Sollen somit Vorteile bei der Gesellschaft eintreten, auf die sich die vertraulichen Tatsachen beziehen, wird Art. 161 StGB nicht erfüllt, weil die Gesellschaft bzw. deren Anteilshaber im so verstandenen Sinne kein Dritter ist<sup>54</sup>.

Eine Ausnahme hierzu besteht allerdings, wenn die vermögensmässigen Interessen zwischen dem handelnden Organ und der Gesellschaft weitgehend übereinstimmen. Ist beispielsweise ein Organ wesentlich an einer kotierten Gesellschaft beteiligt und verschafft das Organ der Gesellschaft einen Vermögensvorteil durch das Ausnützen einer gesellschaftsinternen Tatsache, bereichert es

<sup>52</sup> Art. 161 StGB ist keine ausschliessliche Marktschutznorm. Vielmehr verlangt die Norm kumulativ zur Beeinträchtigung der Chancengleichheit der Anleger einen Vertrauensmissbrauch gegenüber der Gesellschaft (GÜNTHER STRATENWERTH, Schweizerisches Strafrecht. Besonderer Teil I: Straftaten gegen Individualinteressen, 5. Aufl., Bern 1995, 409; STREBEL, a.a.O. [Fn. 13], 63).

<sup>53</sup> Botschaft des Bundesrates über die Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches (Insidergeschäfte) vom 1. Mai 1985, BBl 1985 II 82; SCHMID, a.a.O. (Fn. 9), N 242.

<sup>54</sup> Vgl. SCHMID, a.a.O. (Fn. 9), N 243.

sich zugleich selbst als Rechtspersonlichkeit. Schliesslich kann der Handel auf eine vermögensmässige Beteiligung eines Drittvermögens an der Gesellschaft je nach dem Markt hat, in dem der Handel eintritt. Vielmehr verfolgt der Handel damit ein Übernahmeangebot von Art. 161 StGB, das vermögensmässig

### 6. Zusammenfassung

Der Satz "Niemand darf seine Gesellschaft zu Gunsten einer anderen Gesellschaft veruntreuen" ist nach SCHUBARTH strafbar, wenn sie zu einer Kursänderung verändert (wie etwa durch den Verkauf eines umfangreichen Anteils). Hingegen liegt kein Verbrechen vor, wenn die Organe der Gesellschaft kursrelevanten Tatsachen unternehmensvertrauliche Auslegung durch die Organe auch in so fern. Allerdings ist der Handel nicht strafbar, wenn die Organe in ihren Effekten handeln, die den Interessen der Gesellschaft bezwecken. Daran ändert sich nichts durch Art. 161 StGB.

<sup>55</sup> Keine wesentliche Änderung im Programm von Art. 161 StGB.  
<sup>56</sup> Vgl. SCHMID, a.a.O. (Fn. 9), N 242.  
<sup>57</sup> Vgl. das Be-

ch der Regel "disclose or  
 ellschaft eine gesellschafts-  
 Vertrauensmissbrauch. Der  
 is einer kursrelevanten Tat-  
 st, ist deshalb nicht strafbar.  
 Effekten handelt und damit  
 ursänderung – wie etwa das  
 ts (vgl. oben Ziff. 1 zweites  
 vor.

andere Situation, als sie der  
 estandes im Auge hatte. Art.  
 s Verhalten der Personen an,  
 r sich selbst oder einen ande-  
 Mit "einem andern" ist aber  
 ielsweise der Ehegatte oder  
 der Realitätstheorie, ist die  
 an kein Dritter. Sogar wenn  
 cht gelassen wird, liegt kein  
 betrachtet – die Vermögens-  
 esellschaftsinternen Tatsache  
 n, Genussscheinberechtigten)  
 keine den Organen bekannte  
 mit Vorteile bei der Gesell-  
 tatsachen beziehen, wird Art.  
 . deren Anteilsinhaber im so

wenn die vermögensmässigen  
 der Gesellschaft weitgehend  
 entlich an einer kotierten Ge-  
 esellschaft einen Vermögens-  
 ernen Tatsache, bereichert es

chutznorm. Vielmehr verlangt die  
 ngleichheit der Anleger einen Ver-  
 ÜNTHER STRATENWERTH, Schwei-  
 egen Individualinteressen, 5. Aufl.,

Schweizerischen Strafgesetzbuches  
 ; SCHMID, a.a.O. (Fn. 9), N 242.

sich zugleich selber<sup>55</sup>. Diesfalls wäre die Berufung auf die verschiedenen  
 Rechtspersönlichkeiten rechtsmissbräuchlich und das handelnde Organ strafbar.  
 Schliesslich kann Art. 161 StGB nur erfüllt werden, wenn die Handlung objek-  
 tiv auf eine vermögensmässige Besserstellung des eigenen Vermögens oder  
 eines Drittvermögens gerichtet ist<sup>56</sup>. Zwar kann die vermögensmässige Besser-  
 stellung je nach konkreter Situation für die Organe absehbar sein. In aller Regel  
 ist der Handel einer Gesellschaft, die einen Informationsvorsprung gegenüber  
 dem Markt hat, in eigenen Effekten nicht auf einen Vermögensvorteil gerichtet.  
 Vielmehr verfolgt sie damit einen anderen Zweck, etwa das Glätten des Kurses,  
 damit ein Übernahmeangebot nicht gefährdet wird<sup>57</sup>. Der objektive Tatbestand  
 von Art. 161 StGB wird diesfalls nicht erfüllt, weil der Handel nicht auf eine  
 vermögensmässige Besserstellung gerichtet ist.

## 6. Zusammenfassung

Der Satz "*Niemand kann sein eigener Insider sein.*" trifft zu. Organe, die für  
 ihre Gesellschaft in Kenntnis einer vertraulichen Tatsache handeln, die von der  
 Gesellschaft verursacht worden ist, fallen nicht unter Art. 161 StGB. Einzig  
 nach SCHUBARTH/ALBRECHT machen sich die Insider einer Gesellschaft straf-  
 bar, wenn sie zukünftige Ereignisse, welche ihre Bilanz- oder Aktienstruktur  
 verändern (wie etwa die Abschaffung der Vinkulierung oder die Durchführung  
 eines umfangreichen Aktienrückkaufprogramms), für die Gesellschaft ausnut-  
 zen. Hingegen liegt auch nach diesen Kommentatoren keine strafbare Handlung  
 vor, wenn die Organe primär einen anderen Zweck als das Ausnützen einer  
 kursrelevanten Tatsache verfolgen (wie etwa das Glätten des Kurses, damit eine  
 Unternehmensverbindung nicht von vornherein scheitert). Eine wortlautorien-  
 tierte Auslegung von Art. 161 StGB legt dagegen den Schluss nahe, dass  
 Organe auch in solchen Fällen keinen Insiderhandel betreiben.

Allerdings kann es stossend erscheinen, dass Organe einer Gesellschaft  
 nicht strafbar sind, wenn sie vor Bekanntgabe der kursrelevanten Tatsache in  
 deren Effekten handeln und dabei einzig das Erzielen eines Vermögensvorteils  
 bezwecken. Damit die Organe wegen Insiderhandels bestraft werden könnten,  
 hätte Art. 161 StGB aber als reine Kapitalschutznorm abgefasst werden müssen.

<sup>55</sup> Keine wesentliche Beteiligung wird durch ein gewöhnliches Managementbeteiligungs-  
 programm verschafft.

<sup>56</sup> Vgl. SCHMID, a.a.O. (Fn. 9), N 269.

<sup>57</sup> Vgl. das Beispiel oben S. 269.

Die geschädigten Anleger müssen sich in solchen Fällen regelmässig mit einem Schadenersatzanspruch gegenüber der Gesellschaft und den Organen wegen Verletzung von Art. 72 KR begnügen<sup>58</sup>.

<sup>58</sup> Ob Art. 72 KR eine haftungsbegründende Schutznorm ist, ist noch umstritten (vgl. Erläuterungen zur Bekanntgabepflicht, a.a.O. [Fn. 23], 19; dagegen PETER V. KUNZ, Zu den Haftungsvoraussetzungen und zu einigen weiteren Themen der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit-Rückblick, Status Quo und Perspektiven, AJP 7 [1998] 1275). Der blosser Hinweis von KUNZ, Art. 72 KR sei keine staatlich erlassene Norm (weil von der Zulassungstelle der Börse erlassen) genügt nicht zur Verneinung des Schutznormcharakters. Dieser Standpunkt ist schon im Ansatz verfehlt. Art. 72 KR konkretisiert nämlich die *staatlich erlassenen* Gebote zur Gleichbehandlung der Anleger im Sinne von Art. 1 BEHG und zur Information nach Art. 8 Abs. 2 BEHG. Beide Gebote sollen den individuellen Anleger schützen und weisen somit einen Schutznormcharakter auf. Somit ist auch Art. 72 KR eine haftpflichtbegründende Schutznorm.