



Rolf Watter / Mariel Hoch*

Ist Frontrunning Insiderhandel?

Unklarheiten unter dem revidierten Börsengesetz



Inhaltsübersicht

- I. Einleitung
- II. Was ist Frontrunning?
- III. Bisherige rechtliche Erfassung von Frontrunning
- IV. Frontrunning und Insiderhandel
 1. Vor der Revision des Art. 161 StGB im Jahre 2008
 2. Nach der Revision im Jahre 2008
- V. Revision des Börsengesetzes
 1. Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch
 2. Vernehmlassungsverfahren
 3. Botschaft
 - 3.1 Frontrunning neu ein Fall von Insiderhandel
 - 3.2 Weitere Fälle unternehmensexterner Ereignisse
 - 3.3 Frontrunning kein Fall von Marktmanipulation
 4. Das revidierte Börsengesetz

I. Einleitung

Am 28. September 2012 haben die Räte in der Schlussabstimmung die Revision des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (nachfolgend «Börsengesetz») und als Teil davon die Revision der Börsendelikte verabschiedet. Das revidierte Börsengesetz wird voraussichtlich am 1. April 2013 in Kraft treten.¹

Auf dem langen Entstehungsweg vom im Herbst 2007 durch den Bundesrat in Auftrag gegebenen Expertenbericht über den bundesrätlichen Vorentwurf, das Vernehmlassungsverfahren, den mit der Botschaft veröffentlichten Entwurf und die parlamentarische Debatte hat die Vorlage teilweise an Schärfe eingebüsst, vor allem aber einzelne Unklarheiten geschaffen. Der vorliegende Beitrag befasst sich mit der Frage, ob Frontrunning und die damit verwandte Handelspraktik des Parallelrunning (neu) vom Insidertatbestand wirklich (wie an sich beabsichtigt²) erfasst sind.

* Prof. Dr. iur. Rolf Watter und Dr. iur. Mariel Hoch, beide Rechtsanwältinnen und Partner bei Bär & Karrer.

¹ Faktenblatt «Börsendelikte und Marktmissbrauch: Änderung des Börsengesetzes», Eidgenössisches Finanzdepartement, 29. Oktober 2012.

² Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011, 6873 ff., (nachfolgend «Botschaft 2011»), 6902.

II. Was ist Frontrunning?

Unter «Frontrunning» versteht man das Ausnützen einer vertraulichen Information über einen bevorstehenden (normalerweise grösseren) Kauf³ von Effekten (die so genannte Referenztransaktion).⁴ Dabei nimmt der Frontrunner vor der Abwicklung der Referenztransaktion selber entsprechende Geschäfte vor (oder investiert in geeignete Derivate), in der Regel um nach der Ausführung der Referenztransaktion die fraglichen Effekten, deren Kurs infolge der Referenztransaktion und der dadurch entstandenen Nachfrage gestiegen ist, zu verkaufen. «Parallelrunning» erfasst das gleichzeitige Ausnützen von Kursbewegungen aufgrund von abzuwickelnden Referenztransaktionen. Als (vorliegend nicht näher besprochenes) «Afterrunning» wird das Ausnützen durch Eigengeschäfte von privilegierten Kenntnissen über bereits vollzogene Referenztransaktionen bezeichnet.⁵

Typisches (und klassisches) Beispiel für Frontrunning ist dasjenige des Pensionskassenverwalters, der den Entschluss fasst, einen grösseren Betrag von Roche-Titeln in Novartis-Titel umzuschichten und unmittelbar vor Ausführung des Kaufs von Novartis-Aktien für die Pensionskasse diese Titel für eigene Rechnung kauft. Aufgrund der Funktionsweise des Börsenhandels kann er dabei ziemlich sicher sein, zumindest einen Buchgewinn auf den privat gekauften Titeln zu generieren, denn sein nachfolgender (beispielsweise «bestens» ins Börsensystem eingegebener) Auftrag für die Pensionskasse wird mehrere, in aufsteigender Reihenfolge geordnete

³ Theoretisch kann man auch mit Wissen um einen bevorstehenden Verkauf Frontrunning betreiben – der Frontrunner muss dann einfach eine Shortposition eingehen, vgl. Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch vom 29. Januar 2009 (nachfolgend «Bericht der Expertenkommission»), 49.

⁴ Häufig gestellte Fragen (FAQ) zum FINMA-Rundschreiben, Aufsichtsregeln im Effektenhandel (Marktverhaltensregeln) vom 20. November 2008, (letzte Änderung 1. April 2009), abrufbar unter «www.finma.ch», (nachfolgend «FAQ zum FINMA-RS 08/38»), Frage 7 zu Rz. 42; DANIELA KOENIG, Frontrunning zahlt sich nicht aus – oder: die Ersten werden die Letzten sein, in: Jusletter 6. Dezember 2010, 5; Bericht der Expertenkommission, 49; SILVAN HÜR-LIMANN, Der Insiderstraftatbestand, Diss. Zürich/Basel/Genf 2005, 58 f., FN 266.

⁵ FAQ zum FINMA-RS 08/38 (FN 4), Frage 7 zu Rz. 42.

Verkaufsaufträge «abholen». Den Buchgewinn kann er realisieren, indem er kurz darauf die privat gehaltenen Novartis-Titel verkauft (im Extremfall sogar so, dass die Pensionskasse diese Titel gleich «mitkauft»). Als weiteres Beispiel kann das Ausnutzen des Wissens um ein bevorstehendes Investment eines so genannten Superinvestors (wie Warren Buffet oder George Soros) durch geeignete eigene Trades genannt werden.

III. Bisherige rechtliche Erfassung von Frontrunning

Effekthändler, die Frontrunning betreiben, verstossen gegen die in Art. 11 Abs. 1 lit. c BEHG stipulierte Treuepflicht, sowie gegen die Sorgfaltspflicht und das daraus fliessende Gebot der bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen nach Art. 11 Abs. 1 lit. b BEHG.⁶ Zudem ist Frontrunning nach Ansicht der FINMA mit den Anforderungen an eine einwandfreie Geschäftsführung nicht vereinbar.⁷

Ferner kann sich der Frontrunner der ungetreuen Geschäftsbesorgung nach Art. 158 Ziff. 1 StGB schuldig machen, denn durch sein Handeln verteuert er aller Voraussicht nach den Kauf desjenigen, für den er Effekten kauft.⁸ Verschiedene Berufsverbände haben zudem Frontrunning in ihren eigenen Regularien untersagt.⁹ Gemäss dem FINMA-Rundschreiben «Eckwerte zur Vermögensverwaltung» wird zudem für die Anerkennung von Verhaltensregeln von Branchenorganisationen der Vermögensverwaltung verlangt, dass diese eine Vorschrift enthalten, wonach Anlagen und Transaktionen im Interesse der Kunden erfolgen und der Vermögensverwalter insbesondere das Ausnutzen der Kenntnis von Kundenaufträgen (Front-, Parallel- und Afterrunning) unterlässt.¹⁰

Frontrunning wird dagegen nicht vom Tatbestand der Kursmanipulation erfasst. Die Tathandlung besteht bei Art. 161^{bis} StGB darin, dass der Täter in der Absicht, den Kurs von Effekten erheblich zu beeinflussen, um einen unrechtmässigen Vermögensvorteil zu erzielen, wider besseres Wissen irreführende Informationen verbreitet oder (um Liquidität vorzutauschen) Scheinkäufe (*Wash*

Sales oder *Matched Orders*) tätigt. Der Frontrunner will dagegen keinen «künstlichen» Kurs herbeiführen:¹¹ Er will die aus einer ihm bekannten bevorstehenden Transaktion resultierende erwartete «echte» Kursveränderung ausnützen.

IV. Frontrunning und Insiderhandel

1. Vor der Revision des Art. 161 StGB im Jahre 2008

Am 1. Oktober 2008 trat die heute (noch) geltende Insiderstrafnorm in Kraft. Davor war der Begriff der vertraulichen, kursrelevanten Tatsache auf eine bevorstehende Emission neuer Beteiligungsrechte, auf eine Unternehmensverbindung oder auf ähnliche Sachverhalte von vergleichbarer Tragweite beschränkt gewesen (Art. 161 Ziff. 3 aStGB). Der Begriff des Sachverhalts von vergleichbarer Tragweite war dabei nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts eng auszulegen¹² und umfasste nur Tatsachen, die sich auf Veränderungen der internen oder externen Struktur der Gesellschaft bezogen.¹³ Das Ausnutzen einer vertraulichen Information über eine bevorstehende Kundentransaktion war somit nicht tatbestandsmässig im Sinne von Art. 161 aStGB. Dieser Ansicht folgte auch das Bezirksgericht Zürich in seinem unpublizierten Entscheid vom 3. September 2010.¹⁴

2. Nach der Revision im Jahre 2008

Durch die Streichung von Ziff. 3 des Art. 161 StGB wurde der Anwendungsbereich der Insidernorm sachlich ausgedehnt. Strafbar ist seither das Ausnutzen einer vertraulichen Tatsache, deren Bekanntwerden den Kurs von in der Schweiz börslich oder vorbörslich gehandelten Aktien, anderen Wertschriften oder entsprechenden Bucheffekten der Gesellschaft oder von Optionen auf solche in voraussehbarer Weise erheblich beeinflussen wird. Trotz dieser Öffnung erfasst das heutige Recht aber das Frontrunning nicht als Tatbestandsvariante des Insiderhandels, dies aus folgenden Gründen:

Zunächst weist der Frontrunner in aller Regel nicht die notwendige Sonderdeliktseigenschaft gemäss Art. 161 Ziff. 1 StGB auf. Insider können heute nämlich nur Mit-

⁶ Bericht der Expertenkommission (FN 3), 50; FINMA-RS 08/38 N 42; HÜRLIMANN (FN 4), 58 f.; FN 266; KOENIG (FN 4), 6.

⁷ EBK-Bulletin 40/2000, 24 ff.; EBK-Jahresbericht 2002, 76; EBK-Bulletin 47/2005, 182 ff.

⁸ Der Frontrunner sichert sich selbst als Käufer ja die günstigste Verkaufsaufträge – womit sich die späteren Käufe seines Kunden automatisch verteuern; vgl. auch dazu KOENIG (FN 4), 7 f.

⁹ Verhaltensregeln für Effekthändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäfts der Schweizerischen Bankiervereinigung des Jahres 2008, Art. 11; Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung vom Januar 2008, Ziff. 16 und Ziff. 29.

¹⁰ FINMA-Rundschreiben 09/1, Eckwerte zur Vermögensverwaltung vom 18. Dezember 2008, N 14.

¹¹ Erläuternder Bericht zur Änderung des Bundesgesetzes über Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 18. Januar 2010 (nachfolgend «Erläuternder Bericht»), 9 f.; KOENIG (FN 4), 6.

¹² BGE 118 Ib 547, E. 4b; Urteil des Bundesgerichts, 1A.325/2000 vom 5. März 2001, E. 3a; Urteil des Bundesgerichts, 2A.567/2001 vom 15. April 2002, E. 6.5.2.

¹³ Botschaft zur Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches (Streichung von Art. 161 Ziff. 3 StGB) vom 8. Dezember 2006, BBl 2007, 439 ff., (nachfolgend: «Botschaft 2006»), 442.

¹⁴ KOENIG (FN 4), 1 ff.; NZZ vom 6. September 2010, 24.

glieder des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung, der Revisionsstelle oder Beauftragte einer Aktiengesellschaft oder einer sie beherrschenden oder von ihr abhängigen Gesellschaft, Mitglieder einer Behörde oder Beamte, sowie Hilfsperson einer der vorgenannten Personen sein. Effektenhändler, Anlageberater oder Vermögensverwalter, die als Frontrunner primär in Betracht kommen, fehlt diese Sonderdeliktseigenschaft und sie erfahren von der Referenztransaktion typischerweise auch nicht von einer Person mit Sonderdeliktseigenschaft.¹⁵

Zudem ist höchst umstritten, ob auch *unternehmensexterne* Tatsachen als Insiderinformationen qualifizieren können: Auch wenn nach gewissen Lehrmeinungen unternehmensexterne Informationen als vertrauliche Tatsache gemäss Art. 161 StGB in Frage kommen,¹⁶ verweist die Botschaft 2006¹⁷, wie auch der überwiegende Teil der Lehre, auf die Bestimmungen zur Ad hoc-Publizität der SIX Exchange Regulation, um den identischen Begriff der vertraulichen kursrelevanten Tatsache zu konkretisieren. Art. 53 Ziff. 1 KR verpflichtet Emittenten, Tatsachen, die in ihrem Tätigkeitsbereich eingetreten sind und geeignet sind, zu einer erheblichen Änderung des Kurses zu führen, umgehend zu publizieren. Folgt man der Botschaft 2006 und der u.E. in der Literatur zurecht vorherrschenden Ansicht, so beziehen sich Insiderinformationen damit auf Umstände, die den *Tätigkeitsbereich des Emittenten* betreffen und folglich grundsätzlich nicht Informationen, die sich auf die Investitions- oder Handelsaktivitäten von Marktakteuren beziehen¹⁸.

An dieser Ansicht ändert auch der Umstand nichts, dass ausnahmsweise Tatsachen, die nicht im eigenen Tätigkeitsbereich des Emittenten ergangen sind, aber eine *direkte Innenwirkung auf den Geschäftsgang des Emittenten* haben, der Ad hoc-Publizitätspflicht unterliegen können; dazu kann gemäss Kommentar zur RLAP auch der «Einstieg» oder «Ausstieg» eines bekannten Investors oder eine bedeutende Änderung im Bestand seiner Beteiligung gehören.¹⁹ Unabhängig davon, was man von dieser Ausdehnung der Praxis durch die SIX Exchange Regulation hält (sie ist in jedem Fall nur gerechtfertigt, wenn der

Emittent mitwirkt²⁰ und der Investor nach seinem Einstieg einen Einfluss auf die Willensbildung des Emittenten ausübt²¹), muss man annehmen, dass nur ganz selten eine Referenztransaktion diese Schwelle erreicht.²²

Endlich ist es beim Frontrunning (selbst dann, wenn man entgegen der herrschenden Ansicht auch unternehmensexterne Informationen berücksichtigen würde) kaum je so, dass es sich um eine Information handeln würde, deren Bekanntwerden den Kurs der fraglichen Effekten, wie von Art. 161 StGB verlangt, in voraussehbarer Weise *erheblich* zu beeinflussen vermag – der Frontrunner begnügt sich in aller Regel mit Gewinnen im tiefen einstelligen Prozentzahlenbereich, wenn nicht gar mit wenigen sogenannten Basispunkten.²³ Als Orientierungswerte für die insiderrechtliche Erheblichkeit nennt die Lehre dagegen Kursausschläge von 5 %–10 % resp. 10 %–20 %²⁴, wobei teilweise darauf hingewiesen wird, dass diese Werte in Relation zur generellen Volatilität und Liquidität des Titels gesetzt werden müssen²⁵ – das ist weit weg von dem, was eine Referenztransaktion bewirken wird.

¹⁵ DANIELA KOENIG, Das Verbot von Insiderhandel, Diss. Zürich 2006, 216.

¹⁶ CHRISTIAN LEUENBERGER, Die materielle kapitalmarktstrafrechtliche Regulierung des Insiderhandels de lege lata und de lege ferenda in der Schweiz, Diss. Zürich 2010, 347; BSK BEHG/FINMAG-TRIPPEL/URBACH, Art. 161 StGB N 24; NIKLAUS SCHMID, Schweizerisches Insiderstrafrecht – Ein Kommentar zu Art. 161 des Strafgesetzbuches, Ausnützung der Kenntnis vertraulicher Tatsachen, Bern 1988, N 181.

¹⁷ Botschaft 2006 (FN 13), 445.

¹⁸ Bericht der Expertenkommission (FN 3), 50; Kommentar zur Ad hoc-Publizitäts-Richtlinie vom 1. November 2011 (nachfolgend «Kommentar zur RLAP»), Rz 40, wonach bspw. Analystenempfehlungen nicht in den Tätigkeitsbereich des Unternehmens fallen.

¹⁹ Kommentar RLAP (FN 18), Rz 46. Dieser Anwendungsfall wurde erst mit der Revision vom 1. November 2011 in den Kommentar aufgenommen.

²⁰ Bspw. indem er dem Investor eine Due Diligence gewährt.

²¹ Z.B. als sogenannter «Anchor Investor» mit Vertretung im Verwaltungsrat.

²² Wenn sich der Einstieg resp. Ausstieg auf eine Beteiligung unterhalb der offenkundig rechtlich erfassten Mindestgrenze von 3 % bezieht, ist der Emittent meist ohnehin nicht in der Lage, den wirtschaftlich Berechtigten an dieser Beteiligung zu identifizieren und eine entsprechende Ad hoc-Mitteilung zu veranlassen.

²³ KOENIG (FN 4), 6; Bericht der Expertenkommission (FN 3), 50.

²⁴ SCHMID (FN 16), N 227, stuft Schwankungen von 20 % bei Aktien als erheblich ein; ANDREAS DONATSCH, in: Andreas Donatsch (Hrsg.), StGB Kommentar, Zürich 2010, Art. 161 N 7 und STEFAN TRECHSEL/MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, in: Trechsel et al., Schweizerisches Strafgesetzbuch, Praxiskommentar, Zürich/St. Gallen 2008, Art. 161 N 18, scheinen bei Aktien von einem Grenzwert zwischen 10 % und 20 % auszugehen, bei Obligationen lässt TRECHSEL (FN 24), Art. 161 N 18, allerdings bereits Schwankungen von 3 %–4 % genügen; ROGER GRONER, Aspekte des Insiderdeliktbestands (Art. 161 StGB), in: JÜRIG-BEAT ACKERMANN (Hrsg.), Strafrecht als Herausforderung, Zur Emeritierung von Professor Niklaus Schmid, Zürich 1999, 265, HÜRLIMANN (FN 4), 88, und MARTIN SCHUBARTH/PETER ALBRECHT, 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; BSK StGB II-PETER, Art. 161 N 28, betrachtet bei Aktien Kursveränderungen von 5 %–10 % als erheblich; a.M. RENATE SCHWOB, Revisionsbedarf bei den Börsendelikten, in: Wolfgang Wohlers (Hrsg.), Neuere Entwicklungen im schweizerischen und internationalen Wirtschaftsrecht, Zürich 2007, 29, welche 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.

²⁵ Vgl. HANSJÜRIG APPENZELLER, Ad hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen, GesKR 2009, 474, der weitere Kriterien aufzählt; BSK BEHG/FINMAG-TRIPPEL/URBACH, Art. 161 N 28; BSK StGB II-PETER, Art. 161 N 28, welcher bei Obligationen wegen deren per se höheren Volatilität einen wesentlich stärkeren Kurzausschlag verlangt.

V. Revision des Börsengesetzes

1. Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch

Eines der ursprünglichen Hauptziele der am 28. September 2012 verabschiedeten Revision des Börsengesetzes war, den Tatbestand des Ausnützens von Insiderinformationen neu zu regeln.²⁶ Die Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch schlug vor, die Insiderstrafnorm näher an die in der EU geltende Regelung heranzuführen und neu im Börsengesetz zu verankern.²⁷ Frontrunning (und der verwandte Tatbestand des Parallelrunning) sollte zusammen mit anderen marktmissbräuchlichen Verhaltensweisen im Sinne einer *punktuellen Marktaufsicht* mittels (eingeschränkter) Verwaltungsanktionen durch eine eigene Bestimmung im Börsengesetz erfasst werden.²⁸ Konkret führte die Expertenkommission in ihrem Bericht aus, dass Frontrunning auch *de lege ferenda* nicht als Tatbestandsvariante des Insiderhandels geahndet werden, aber eine separate Regelung im Börsengesetz erfahren sollte.²⁹

2. Vernehmlassungsverfahren

Am 15. Januar 2010 eröffnete der Bundesrat das Vernehmlassungsverfahren zur Revision des Börsengesetzes. Die Vernehmlassungsvorlage sah bezüglich der Erfassung von Frontrunning zwei Regulierungsvarianten vor (Variante A und Variante B), die sich primär an der Frage orientierten, ob nur punktuell Fragen im Gesetz geregelt werden sollten (so wie dies die Expertenkommission vorschlug, Variante B) oder der FINMA die Kompetenz eingeräumt werden sollte, analog zur heutigen, unter dem Börsengesetz für regulierte Marktteilnehmer geltenden Regelung³⁰ Tatbestände formulieren zu können (Variante A).

Fehlerhaft ist der erläuternde Bericht des Bundesrates zur Vernehmlassungsvorlage jedoch insofern, als er Frontrunning (und Parallelrunning) als echte Transaktionen mit manipulatorischem Charakter beschreibt.³¹ Frontrunning sowie weitere echte Transaktionsformen mit manipulatorischem Charakter³² sollen, so der er-

läuternde Bericht weiter, nicht als Tatbestandsvarianten der Kursmanipulation erfasst werden, weil «von einer über den Anwendungsbereich des geltenden Rechts hinausgehenden strafrechtlichen Erfassung von sog. echten Transaktionen mit manipulatorischem Hintergrund» abgesehen werden solle.³³ Beim Frontrunning findet jedoch gerade *keine Manipulation* statt, sondern die Kenntnis einer bevorstehenden «echten» (wenn auch geringen) Kursveränderung wird durch eine eigene Transaktion vorgängig (oder beim Parallelrunning gleichzeitig) ausgenützt.

Die beiden alternativen Regelungsvarianten des Vernehmlassungsentwurfs zur Erfassung von mitunter Frontrunning lauteten wie folgt:

Variante A:

Art. 33g (neu) Weitere untersagte Marktverhalten

¹Unzulässig handelt, wer in der Absicht, die Marktteilnehmer zu täuschen, Transaktionen vornimmt.

²Die FINMA wird ermächtigt, Ausführungsbestimmungen zu erlassen, insbesondere um zulässige von unzulässigen Transaktionen abzugrenzen.

Variante B:

Art. 33g (neu) Weitere untersagte Marktverhalten

Unzulässig handelt, wer:

a. ...;

b. ...;

c. Effektdépôts verwaltet und vertrauliche Kundenaufträge dazu ausnützt, eigene Geschäfte zu tätigen, in der Absicht, einen Vermögensvorteil zu erzielen (Front- und Parallelrunning).

Egal welcher Variante der Vorzug gegeben würde, sollte Frontrunning gemäss Vernehmlassungsvorlage, wie von der Expertenkommission vorgeschlagen, in einer separaten Norm verankert und *nicht vom Insidertatbestand erfasst* werden.³⁴

Die Ergebnisse der Vernehmlassung wurden im Bericht des Eidgenössischen Finanzdepartements über die Vernehmlassungsergebnisse³⁵ zusammengefasst. Ein Grossteil der Teilnehmer der Vernehmlassung sprach sich für Variante B aus, da die Variante A das Legalitätsprinzip bzw. den Grundsatz der Gewaltentrennung verletze und der FINMA zu viel Macht einräume.³⁶ Der andere Teil der Teilnehmer, darunter mehrere Kantone sowie die FINMA selbst, gab – teilweise unter Vorbehalten – der Variante A den Vorzug.³⁷ Eine Erfassung von Frontrunning als mögliche Variante von Insiderhandel wurde

²⁶ Im Zeitpunkt der Verabschiedung der Botschaft 2011 (FN 2) waren weitere börsenrechtliche Themen wie die Abschaffung der Kontrollprämie nach Art. 32 Abs. 4 BEHG hinzugetreten.

²⁷ Bericht der Expertenkommission (FN 3), 2.

²⁸ Bericht der Expertenkommission (FN 3), 50.

²⁹ Bericht der Expertenkommission (FN 3), 49 f., 63 und 80 (Regelungsvorschlag).

³⁰ FINMA-Rundschreiben, Aufsichtsregeln zum Marktverhalten im Effektenhandel (Marktverhaltensregeln) vom 20. November 2008 (nachfolgend «FINMA-RS 08/38»).

³¹ Erläuternder Bericht (FN 11), 11 f.

³² «Als echte Transaktionen mit manipulatorischem Hintergrund gelten: Ramping/Capping/Pegging, Squeezing/Cornering, Spoofing, Front- und Parallelrunning sowie Scalping» (Erläuternder Bericht [FN 11], 12, FN 16).

³³ Erläuternder Bericht (FN 11), 15.

³⁴ Insiderhandel war in Art. 33e (neu) VE geregelt (Kursmanipulation hingegen in Art. 33f (neu) VE).

³⁵ Bericht des Eidgenössischen Finanzdepartements über die Vernehmlassungsergebnisse zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom September 2010 (nachfolgend «Vernehmlassungsbericht»).

³⁶ Vernehmlassungsbericht (FN 35), 15.

³⁷ Vernehmlassungsbericht (FN 35), 15 f.

folglich weder im erläuternden Bericht noch im Vernehmlassungsbericht in Betracht gezogen oder thematisiert.

3. Botschaft

3.1 Frontrunning neu ein Fall von Insiderhandel

Am 31. August 2011 veröffentlichte der Bundesrat die Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes.³⁸ Insiderhandel wurde darin einerseits auf der Ebene des Strafrechts (Art. 40 E-BEHG), andererseits aufsichtsrechtlich untersagt (Art. 33e E-BEHG). Die aufsichtsrechtliche Bestimmung des Insiderhandels (Art. 33e E-BEHG) entspricht weitgehend dem Straftatbestand des Insiderhandels (Art. 40 E-BEHG). Da beim Aufsichtsrecht im Gegensatz zum Strafrecht aber kein Vergelten eines Fehlverhaltens angestrebt wird, konnte dort auf die Merkmale des Vermögensvorteils und des subjektiven Verschuldens verzichtet werden;³⁹ die Idee hinter dieser doppelten Erfassung stammt aus dem Expertenbericht und versucht zu ermöglichen, dass Insiderhandel schneller als bisher sanktioniert wird, wenn auch nur mit den limitierten Sanktionsmöglichkeiten des administrativen Verfahrens (d.h. mit einer Feststellungsverfügung, der Veröffentlichung der aufsichtsrechtlichen Verfügung und der Gewinneinziehung)⁴⁰. Sondereigenschaften werden für die Täterqualifikation bei beiden Tatbeständen nicht (mehr) verlangt.⁴¹

Die Behandlung des Frontrunning wurde im Entwurf nun aber grundlegend anders behandelt. Erstaunlicherweise fanden nun weder Variante A noch Variante B des Art. 33g VE zur *punktuellen Marktaufsicht*, die auch Frontrunning erfassen sollte, Eingang in den Entwurf, sondern wurden ersatzlos gestrichen: Frontrunning wurde also ganz aus dem Gesetzestext des Entwurfs verbannt.

Gemäss der Botschaft 2011 sollte Frontrunning aber neu als Fall des aufsichtsrechtlichen Insiderhandels erfasst sein (Art. 33e E-BEHG). Aufsichtsrechtlich verboten soll u.a. das «Ausnutzen der Kenntnis von Kundenaufträgen zur vorgängigen, parallelen oder unmittelbar danach anschliessenden Durchführung von gleichlaufenden Eigengeschäften («Frontrunning», «Parallelrunning» oder «Afterrunning»)» sein.⁴²

Diese plötzliche Subsumption, welche ohne weitere Erläuterung erfolgte, erstaunt vor allem auch deshalb, weil die Botschaft 2011 gleichzeitig mehrfach ausdrücklich festhält, dass der *Begriff der Insiderinformation inhaltlich unverändert* aus Art. 161 StGB übernommen werde und ausschliesslich terminologisch an die europäische Regelung angepasst werde (*vertrauliche Information* anstelle von *vertrauliche Tatsache*⁴³). Eine sachliche Ausweitung sei damit nicht verbunden.⁴⁴ Wie oben gezeigt, fällt aber Frontrunning grundsätzlich nicht unter den heutigen Begriff der vertraulichen Tatsache nach Art. 161 StGB, weil beim Frontrunning eine *unternehmensexterne Tatsache* (zudem in den meisten Fällen ohne direkte Innenwirkung) ausgenützt wird und auch kaum je eine *Erheblichkeit* der Kursbeeinflussung gegeben ist.⁴⁵

Da ferner der Begriff der Insiderinformation neu in der einleitenden Begriffsbestimmung in Art. 2 Bst. f E-BEHG verankert wird, gilt er einheitlich für den aufsichtsrechtlichen und den strafrechtlichen Tatbestand. Damit ist es auch nicht möglich – wie es die Botschaft 2011 fälschlicherweise implizieren will – dass Frontrunning künftig nur aufsichtsrechtlich erfasst sein soll. Frontrunning ist künftig entweder eine unter beiden Tatbeständen (strafrechtlich und aufsichtsrechtlich) als Ausnutzen einer vertraulichen Information erfasste Verhaltensweise oder es ist als Ausnutzen unternehmensexterner Informationen weiterhin keine vom Insidertatbestand erfasste Verhaltensweise.

Auch gemäss der Botschaft 2011 wird richtigerweise weiterhin sowohl aufsichtsrechtlich als auch strafrechtlich *Kursrelevanz* der vertraulichen Information verlangt. Wie gezeigt liegt diese beim Frontrunning in aller Regel nicht vor, womit Frontrunning – anders als unter dem Regelungsvorschlag der Expertenkommission mit einem eigenen aufsichtsrechtlichen Tatbestand im Rahmen einer *punktuellen Marktaufsicht*, der keine Kursrelevanz voraussetzte – auch aus diesem Grund (d.h. wenn man entgegen den vorstehenden Ausführungen auch unternehmensexterne Tatsachen erfassen wollte) nur in Ausnahmefällen zu tatbestandsmässigem Verhalten führen dürfte.

3.2 Weitere Fälle unternehmensexterner Ereignisse

Damit stellt sich die Frage, ob nach dem von der Botschaft 2011 gewollten (wie gezeigt aber im Gesetzestext

³⁸ Botschaft 2011 (FN 2), 6873 ff.

³⁹ Botschaft 2011 (FN 2), 6901. In der parlamentarischen Debatte wurde der Wegfall des Vermögensvorteils als Tatbestandselement auch des strafrechtlichen Tatbestands gefordert. Im Differenzbereinungsverfahren wurde dann aber wieder darauf verzichtet (Amtliches Bulletin NR 2012, 1474).

⁴⁰ Botschaft 2011 (FN 2), 6874.

⁴¹ Je bestimmungsgemässer die Nähe zur Insiderinformation und je grösser der Vermögensvorteil, desto strenger die Sanktion beim Straftatbestand. Juristische Personen können strafrechtlich gemäss Art. 102 StGB erfasst sein, aufsichtsrechtlich sind sie direkt erfasst.

⁴² Botschaft 2011 (FN 2), 6902.

⁴³ Der Begriff der «Insiderinformation» soll dem Begriff «kursrelevante vertrauliche Tatsache» entsprechen. Auch die Kursrelevanz und Vertraulichkeit sollen unverändert bleiben (vgl. Botschaft 2011 [FN 2], 6885).

⁴⁴ Botschaft 2011 (FN 2), 6899 und 6885: «Damit passt sich die Schweiz an die in der EU gebräuchliche Terminologie an. Eine Ausdehnung des sachlichen Anwendungsbereichs der Strafnorm ist mit dieser terminologischen Änderung nicht verbunden».

⁴⁵ Zu den Ausnahmen vgl. Abschnitt V. 2.

nicht einmal im Ansatz widerspiegeln) Erfassung von Frontrunning als Anwendungsfall von Insiderhandel geschlossen werden muss, dass zumindest der Bundesrat auch andere Fälle unternehmensexterner Tatsachen vom Begriff der Insiderinformation erfasst sehen wollte.

Diese Frage nach der Erfassung unternehmensexterner Informationen als Insiderinformationen ist nämlich keineswegs akademisch: Dies lässt sich gut am Beispiel der umstrittenen Devisengeschäfte aus dem Jahr 2011 des vormaligen Präsidenten der Schweizer Nationalbank illustrieren: Hätte dieser (im Wissen darum, dass die Schweizer Nationalbank den Kurs des Schweizer Francs an den Euro binden würde), statt Devisengeschäfte zu tätigen, Aktien gekauft, deren Kurs stark vom Dollar beeinflusst wird (bspw. weil eine Hauptkotierung in den USA und nur eine Zweitkotierung bei der SIX besteht), hätte er sich nach einer Minderheitsmeinung schon gemäss dem existierenden Art. 161 StGB aber noch wahrscheinlicher gemäss Art. 40 E-BEHG strafbar gemacht, wenn der Ansicht gefolgt würde, dass auch unternehmensexterne (kursrelevante) Informationen als Insiderinformationen zu qualifizieren sind – solche lagen im hier leicht abgewandelten Sachverhalt vor.⁴⁶

Aus den Materialien ergibt sich nicht, ob sich der Gesetzgeber des Widerspruchs in der Botschaft 2011 (keine sachliche Ausweitung des Begriffs der Insiderinformation bei gleichzeitiger Erfassung von Frontrunning als Fall des Insiderhandels) bewusst war und ob die damit indirekt erfolgte Ausweitung der Insiderinformation auf unternehmensexterne Ereignisse dem Willen des Gesetzgebers entspricht.⁴⁷ U.E. ist dies nicht der Fall: denn wo die Konfusion ein Ausmass wie im vorliegenden Fall erreicht, kann nicht allen Ernstes angenommen werden, dass der (für die Gesetzgebung letztlich nicht zuständige) Bundesrat irgendetwas am geltenden Recht ändern könnte – und nachdem das Parlament am sachlichen Umfang der Insidernorm nur punktuelle Änderungen vornahm, muss weiterhin gelten, dass unternehmensinterne kursrelevante Informationen Voraussetzung für die Anwendung der Insidernorm sind.

3.3 Frontrunning kein Fall von Marktmanipulation

Die Botschaft 2011 nennt Frontrunning richtigerweise nicht mehr als Anwendungsfall von echten Transaktionen mit manipulatorischem Charakter, weshalb davon ausgegangen werden kann, dass der Fehler im Vernehmlassungsentwurf erkannt und korrigiert wurde. Front-

running fällt damit zurecht nicht unter den neuen aufsichtsrechtlichen Tatbestand der Marktmanipulation gemäss Art. 33f E-BEHG.⁴⁸

4. Das revidierte Börsengesetz

Die definitive Fassung des revidierten Börsengesetzes wird, wie einleitend erwähnt, voraussichtlich am 1. April 2013 in Kraft treten. Nach der parlamentarischen Beratung inkl. Differenzbereinigungsverfahren hat das Parlament den Entwurf des Bundesrates unverändert angenommen. Damit ist Frontrunning im neuen Recht gesetzlich nicht ausdrücklich geregelt, was für die Praxis Folgendes bedeutet: Sollte die Gerichtspraxis Frontrunning neu gestützt auf den widersprüchlichen Botschaftstext unter den Insidertatbestand gemäss Art. 40 E-BEHG subsumieren wollen, läge ein Verstoss gegen den Grundsatz «Keine Strafe ohne Gesetz» (und keine zulässige Auslegung eines Straftatbestands zu Ungunsten des Beschuldigten) vor. Analoges gälte, wenn als Folge der bundesrätlichen Ausführungen sämtliche unternehmensexternen Tatsachen als Insiderinformationen erfasst würden. Daraus ergibt sich auch – nachdem die Insiderinformation im neuen Recht für das Straf- und das Aufsichtsrecht einheitlich geregelt ist –, dass kein aufsichtsrechtliches Vorgehen gegen Frontrunner möglich ist. Entgegen den Ausführungen im Botschaftstext ist damit in dieser gesetzgeberischen Runde das Frontrunning weiterhin nicht erfasst, nicht einmal aufsichtsrechtlich. Dies ist zu bedauern, obwohl der schon heute existierende Straftatbestand der ungetreuen Geschäftsbesorgung teilweise Abhilfe schaffen können wird – allerdings wäre dies auch schon heute möglich gewesen und hat trotzdem praktisch nie zu Verurteilungen geführt.⁴⁹

Aufsichtsrechtlich wird es dabei bleiben, dass die FINMA Frontrunning (wie auch das Parallelrunning) weiterhin nur gegenüber ihr unterstellten Personen sanktionieren kann.

Kein befriedigender Schluss, ein Resultat, das offenbar nicht gewollt war, aber: durch blosser Auslegung lässt sich der Fehler im Gesetzgebungsverfahren nicht korrigieren.

⁴⁶ Ob er die Sondereigenschaft als Behördenmitglied erfüllt, ist fraglich. U.E. setzt die Behördeneigenschaft unter geltendem Art. 161 StGB eine verwaltungsrechtliche Beziehung zum Emittenten voraus.

⁴⁷ Da die Vorlage in der parlamentarischen Debatte noch auf die Frage der Erfassung von Devisen- und Rohstoffgeschäften ausgeweitet wurde, hatte sich die Aufmerksamkeit etwas verlagert.

⁴⁸ Selbstverständlich gilt dies auch für den Tatbestand der strafrechtlichen Kursmanipulation nach Art. 40a (neu) E-BEHG.

⁴⁹ Vgl. den in Abschnitt IV.1. erwähnten Entscheid des Bezirksgerichts Zürich.