

Dr. Daniela Koenig

Frontrunning zahlt sich nicht aus – oder: die Ersten werden die Letzten sein

Besprechung eines Urteils des Bezirksgerichts Zürich vom 3. September 2010

In einem kürzlich ergangenen Urteil hat das Bezirksgericht Zürich das sog. Frontrunning als ungetreue Geschäftsbesorgung qualifiziert und einen für Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen tätigen Vermögensverwalter zu einer Freiheitsstrafe verurteilt. Der Beitrag kommentiert das Urteil, untersucht die rechtliche Qualifikation von Frontrunning und beleuchtet die Rechtslage de lege ferenda gemäss der vorgeschlagenen Revision Börsendelikte und Marktmissbrauch.

Rechtsgebiet(e): Strafrecht Schweiz Besonderer Teil; Kapitalmarktrecht

Zitiervorschlag: Daniela Koenig, Frontrunning zahlt sich nicht aus – oder: die Ersten werden die Letzten sein, in: Jusletter 6. Dezember 2010

Inhaltsübersicht

1. Einleitung
2. Zusammenfassung des Urteils des Bezirksgerichts Zürich
 - 2.1 Anklagevorwurf betreffend Frontrunning
 - 2.2 Angeklagter A. (Portfoliomanager bei der Y.-AG)
 - 2.2.1 Sachverhalt
 - 2.2.2 Rechtliche Würdigung
 - 2.3 Angeklagter B. (Gehilfe)
 - 2.3.1 Sachverhalt
 - 2.3.2 Rechtliche Würdigung
 - 2.4 Zivilforderungen
3. Bemerkungen zum Urteil
 - 3.1 Definition von Frontrunning und verwandten Praktiken
 - 3.2 Bisherige rechtliche Erfassung von Frontrunning in der Schweiz
 - 3.2.1 Verschiedene Aspekte des Frontrunning
 - 3.2.2 Verstoss gegen den Insiderstrafatbestand im Sinne von Art. 161 StGB?
 - 3.2.3 Kursmanipulation im Sinne von Art. 161bis StGB?
 - 3.2.4 Verstoss gegen Aufsichtsrecht und Berufsregeln
 - 3.3 Rechtliche Erfassung von Frontrunning in der EU und in Deutschland
 - 3.4 Bemerkungen zur Qualifizierung von Frontrunning als ungetreue Geschäftsbesorgung gemäss Art. 158 Ziff. 1 StGB (Treubruchtatbestand)
 - 3.4.1 Vorbemerkung
 - 3.4.2 Geschäftsführer
 - 3.4.3 Schaden
 - 3.5 Ausblick de lege ferenda

1. Einleitung

[Rz 1] Das Ausnützen von vertraulichen Informationen über eine bevorstehende Kundentransaktion zum eigenen Vorteil, das sogenannte Frontrunning, erfüllt nach Auffassung des Bezirksgerichts Zürich den Tatbestand der ungetreuen Geschäftsbesorgung. In einem beachtenswerten unpublizierten Entscheid befand das Bezirksgericht Zürich einen für Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen tätigen Vermögensverwalter und dessen Komplizen für schuldig, weil diese das Wissen um bevorstehende, im Auftrag von Kunden auszuführende Transaktionen ausnützten, indem sie sich im Vorfeld dieser Transaktionen für eigene Rechnung mit den entsprechenden Titeln eindeckten und diese anschliessend zu einem höheren Preis wieder verkauften. Anklage wegen Insiderhandels wurde nicht erhoben. Zur Zeit der Tatbegehung umfasste der Insidertatbestand das Ausnützen der Kenntnis um Kundentransaktionen nicht. Das Urteil ist noch nicht rechtskräftig.

2. Zusammenfassung des Urteils des Bezirksgerichts Zürich

2.1 Anklagevorwurf betreffend Frontrunning

[Rz 2] Ausgelöst wurden die Ermittlungen im vorliegenden Fall aufgrund von Hinweisen im Rahmen eines anderen Untersuchungsverfahrens. In der Folge eröffnete die Staatsanwaltschaft III des Kantons Zürich im Januar 2005 eine Strafuntersuchung wegen des Verdachts der ungetreuen

Geschäftsbesorgung und erhob im März 2009 Anklage gegen zwei Personen. Die Untersuchungen gegen vier weitere involvierte Personen wurden nach erfolgter Wiedergutmachungsleistung in Anwendung von Art. 53 StGB eingestellt.¹

[Rz 3] Die Staatsanwaltschaft warf den zwei Angeklagten vor, sie seien gemeinsam mit einem weiteren Beteiligten T.² im Herbst 2000 übereingekommen, zum Nachteil der durch den Angeklagten A. betreuten Portfolios der geschädigten Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen³ Aktientransaktionen zu manipulieren und die daraus resultierenden Gewinne untereinander aufzuteilen. Dabei hätten sie die vom Angeklagten A. stammenden Informationen über bevorstehende umfangreiche Käufe durch die Y.-AG, bei welcher der Angeklagte A. angestellt war und welche für die geschädigten Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen als Portfoliomanagerin tätig war, ausgenützt, indem der Angeklagte B. im Vorfeld dieser Transaktionen dieselben Titel über sein Depot bei der Bank X. kaufte, um diese später zu manipulierten Kursen bzw. Preisen über die Börse bzw. ausserbörslich (Blocktransaktion) an die Y.-AG, vertreten durch den Angeklagten A., zu verkaufen. Auf diese Weise sei zwischen November 2000 und April 2001 bei 13 Aktientransaktionen auf dem Konto des Angeklagten B. bei der Bank X. ein Gewinn in der Höhe von ca. CHF 3.5 Mio. generiert worden, dem als Folge des pflichtwidrigen Verhaltens des Angeklagten A. ein dem Portfolio der Y.-AG zugefügter Schaden in gleicher Höhe gegenüber stehe. Die Staatsanwaltschaft legte dem Angeklagten A. diesbezüglich mehrfache ungetreue Geschäftsbesorgung und dem Angeklagten B. mehrfache Beihilfe dazu zur Last und warf den Angeklagten somit Frontrunning vor.⁴

2.2 Angeklagter A. (Portfoliomanager bei der Y.-AG)

2.2.1 Sachverhalt

[Rz 4] Der Angeklagte A. war im Wesentlichen geständig und anerkannte sowohl den Sachverhalt wie auch die rechtliche Würdigung. Er bestritt jedoch die Schadenshöhe, welche er lediglich im Betrag von ca. CHF 2 Mio. anerkannte, während die Staatsanwaltschaft diese mit rund CHF 3,5 Mio. bezifferte.⁵ Die Staatsanwaltschaft hatte den Schaden errechnet, indem sie die Summe der Gewinne, die aus den 13 manipulierten Aktientransaktionen resultierte, dem Schaden

¹ Urteil und Beschluss des Bezirksgerichts Zürich vom 3. September 2010 (DG090293) (zit. Urteil BezGer ZH, 3. September 2010), S. 6 ff.

² Dieser hatte sich bei der Einvernahme durch die Staatsanwaltschaft durch einen Sprung aus dem Fenster das Leben genommen.

³ Bei den Geschädigten handelte es sich um drei Versicherungsgesellschaften und eine Pensionskasse.

⁴ Urteil BezGer ZH, 3. September 2010, S. 15.

⁵ Urteil BezGer ZH, 3. September 2010, S. 17.

gleichsetzte. Das Bezirksgericht Zürich kommt in seinem Urteil zum Schluss, dass diese Gleichsetzung von Schaden und Gewinn nur insofern sachgerecht ist, als der auf dem Konto der Bank X. angefallene Gewinn auf Verkäufe an die Y.-AG, vertreten durch den Angeklagten A., zurückzuführen ist. Dies traf in den allermeisten Fällen zu, aber nicht ausnahmslos: Bei einzelnen Transaktionen verkaufte der Angeklagte B. die im Wissen um die bevorstehenden Käufe durch den Angeklagten A. kurz zuvor gekauften Aktien letztlich an Dritte. Der mit diesen Transaktionen erzielte Gewinn ist nach Auffassung des Bezirksgerichts Zürich in diesem Umfang auf das Kaufverhalten anderer Marktteilnehmer zurückzuführen. Der Angeklagte A. gab zu Protokoll, dass er nur denjenigen Schaden anerkenne, der im Zusammenhang mit den Aktienkäufen stehe, welche der Angeklagte B. ein bis zwei Tage vor den durch ihn getätigten Käufen vorgenommen habe. Damit stellt er nach Auffassung des Bezirksgerichts Zürich auf ein unmassgebliches Kriterium ab. Zwar steige bei einem längeren Zeitraum das Risiko eines kursrelevanten Ereignisses, dieses Risiko sei aber vorliegend nicht eingetreten. Von Bedeutung sei nicht die Zeitspanne als solche, sondern vielmehr, dass der Angeklagte B. die Aktien kaufte, nachdem er via T. erfahren hatte, dass der Angeklagte A. für die von ihm verwalteten Portfolios dieselben Aktien kaufen werde. Der Schaden beläuft sich daher gemäss Urteil des Bezirksgerichts auf rund CHF 3,3 Mio.⁶

2.2.2 Rechtliche Würdigung

[Rz 5] In Übereinstimmung mit der Anklagebehörde qualifizierte das Bezirksgericht Zürich das Verhalten des Angeklagten A. als mehrfache ungetreue Geschäftsbesorgung im Sinne von Art. 158 Ziff. 1 Abs. 1 und 3 StGB. Als Portfoliomanager und Mitglied des Kaders (Prokurist) der Y.-AG erfüllte der Angeklagte A. nach dem Urteil des Bezirksgerichts Zürich die Voraussetzungen eines Täters im Hinblick auf Art. 158 StGB. Als Geschäftsführer war er namentlich zu bezeichnen, weil er in seinem Zuständigkeitsbereich fremdes Vermögen, nämlich dasjenige der Geschädigten, verwaltete, und zwar in deren und damit in fremdem Interesse. Sodann verfügte er bei seiner Tätigkeit als Portfoliomanager über das für einen Geschäftsführer im Sinne von Art. 158 StGB erforderliche Mass an Selbständigkeit, welche sich insbesondere darin manifestierte, dass er die konkreten Handelsentscheidungen betreffend Aktienanlagen innerhalb seines Kompetenzbereichs eigenverantwortlich fällte. Dass die Anlagepolitik im Allgemeinen durch seinen Vorgesetzten vorgegeben war, ändert nichts daran. Der Rechtsgrund seiner Treuepflicht stellt der mit der Y.-AG abgeschlossene Arbeitsvertrag dar, welche ihrerseits mit den Geschädigten in einem Auftragsverhältnis stand. Es bestand also insoweit nach Auffassung des Bezirksgerichts Zürich eine zweifache Treuepflicht aus Arbeitsvertrag und Auftrag. Der Angeklagte A. verletzte seine

vertraglichen Treuepflichten, indem er die Aktientransaktionen für die von ihm verwalteten Portfolios der Geschädigten nicht zu den bestmöglichen Konditionen abschloss, sondern überhöhte Preise bezahlte, nota bene nachdem er den Kurs durch gezielte Manipulationen in die Höhe getrieben hatte. Diese Manipulationen erfolgten nach folgendem Muster: Die Angeklagten führten die Transaktionen nicht kursschonend, sondern aggressiv durch und trieben damit den Kurs bzw. Preis der Effekten gezielt zu ihren Gunsten und zu Lasten der verwalteten Portfolios in die Höhe. Ferner platzierten sie limitierte Verkaufsoffer im Orderbuch, die weit vom gültigen Kurs entfernt waren, dann aber mangels anderer Angebote dennoch zur Ausführung gelangten und durch entsprechende Kauforder der Kundenportfolios bedient wurden.⁷ Statt die Aktien im Interesse der Geschädigten zum bestmöglichen Preis zu erwerben, war der Angeklagte A. beim Frontrunning, das er mit dem verstorbenen T. und ab Januar 2001 auch mit dem Angeklagten B. betrieb, auf seinen eigenen Vorteil sowie denjenigen seiner Komplizen bedacht, was sich mit den Treuepflichten eines Portfoliomanagers nicht in Einklang bringen lässt, unabhängig davon, ob diese arbeitsvertraglicher oder auftragsrechtlicher Natur sind. Pflichtkonform hätte sich der Angeklagte A. verhalten, wenn er – statt den verstorbenen T. über die von ihm geplanten Transaktionen in Kenntnis zu setzen – diese einfach durchgeführt hätte, weil er die Aktien dann zu einem tieferen, nicht nach oben manipulierten Kurs hätte kaufen können. Als Folge der Pflichtverletzung trat bei den Geschädigten ein Vermögensschaden von rund CHF 3,3 Mio. ein. Ohne die Pflichtverletzung des Angeklagten A. hätten die Aktien um den genannten Betrag günstiger erworben werden können, was zur Folge gehabt hätte, dass die Aktiven der Geschädigten entsprechend höher gewesen wären.⁸

[Rz 6] In subjektiver Hinsicht bejahte das Bezirksgericht Zürich den Vorsatz des Angeklagten A., da er in Kenntnis seiner Stellung als Geschäftsführer zum Nachteil der Geschädigten zu hohe Preise für die anklagegegenständlichen Aktien bezahlte, damit willentlich seine Treuepflicht verletzte und einen finanziellen Schaden verursachte. Zudem handelte er in unrechtmässiger Bereicherungsabsicht, wollte er doch sich und den beiden anderen Beteiligten mit dem Gewinn aus den durch Frontrunning manipulierten Aktientransaktionen Vermögensvorteile verschaffen, auf die er keinerlei Rechtsanspruch hatte.⁹

[Rz 7] Das Bezirksgericht Zürich sprach den Angeklagten A. betreffend Frontrunning der mehrfachen ungetreuen Geschäftsbesorgung im Sinne von Art. 158 Ziff. 1 Abs. 1 und 3 StGB schuldig und bestrafte ihn mit 21 Monaten

⁶ Urteil BezGer ZH, 3. September 2010, S. 23 ff.

⁷ Urteil BezGer ZH, 3. September 2010, S. 25; Neue Zürcher Zeitung (NZZ) vom 6. September 2010, S. 23.

⁸ Urteil BezGer ZH, 3. September 2010, S. 57 ff.

⁹ Urteil BezGer ZH, 3. September 2010, S. 60 ff.

Freiheitsstrafe, wobei der Vollzug der Freiheitsstrafe aufgeschoben wurde.¹⁰

2.3 Angeklagter B. (Gehilfe)

2.3.1 Sachverhalt

[Rz 8] Im Gegensatz zum Angeklagten A. war der Angeklagte B. nicht geständig. Der Angeklagte B. machte in der Untersuchung im Wesentlichen geltend, er habe die Aktiengeschäfte auf Instruktion des verstorbenen T. getätigt, ohne zu wissen, dass dieser mit dem Angeklagten A. ein Frontrunning vereinbart habe. In Anbetracht der glaubhaften Sachdarstellung des Mitangeklagten A. und von T., denen unglauwbare, als Schutzbehauptungen einzustufende Aussagen des Angeklagten B. gegenüberstanden, hielt es das Bezirksgericht Zürich für rechtsgenügend erstellt, dass die beiden Angeklagten und T. ein Frontrunning sowie die Aufteilung des damit erzielten Gewinns vereinbart hatten.¹¹ Nicht erstellt war dagegen nach Auffassung des Bezirksgerichts Zürich, ob der Angeklagte B. bereits bei den ersten drei der insgesamt dreizehn Transaktionen beteiligt war. Da nach Massgabe des Grundsatzes «in dubio pro reo» nicht ausgeschlossen werden konnte, dass die ersten drei Transaktionen noch in die «Kennenlernphase» fielen, sprach das Bezirksgericht Zürich den Angeklagten B. vom Vorwurf der Gehilfenschaft zu ungetreuer Geschäftsbesorgung bezüglich diesen Transaktionen frei.¹²

2.3.2 Rechtliche Würdigung

[Rz 9] Die vom Angeklagten A. begangene Haupttat wurde unter den Tatbestand der mehrfachen ungetreuen Geschäftsbesorgung subsumiert. Aufgrund der Akzessorität der Teilnahme ist dies auch für den Angeklagten B. relevant. Da es sich beim Tatbestand von Art. 158 StGB um ein echtes Sonderdelikt handelt und der Angeklagte B. nicht als Geschäftsführer zu qualifizieren ist, muss dessen Mitwirkung unabhängig vom Gewicht seines Tatbeitrages nur als Gehilfenschaft und nicht als Mittäterschaft eingestuft werden. Indem der Angeklagte B. seine Kontoverbindung bei der Bank X. für die Abwicklung der von den Frontrunning-Vereinbarungen betroffenen Aktientransaktionen zur Verfügung stellte und hernach aus dem dadurch realisierten Gewinn Geldbeträge auf je ein Konto des Angeklagten A. sowie von T. überwies, leistete er nach Ansicht des Bezirksgerichts Zürich in objektiver Hinsicht einen wesentlichen und kausalen Beitrag, der die vom Angeklagten A. begangene Haupttat förderte.¹³

[Rz 10] In subjektiver Hinsicht wusste der Angeklagte B. ab Januar 2001, dass es um ein vereinbartes Frontrunning ging

und dass der Angeklagte A. die von ihm (B.) über das Konto bei der Bank X. erstandenen Aktien danach entweder über die Börse oder als Block ausserbörslich für die Y.-AG kaufen werde, und zwar nachdem er (B.) die Kurse zuvor gezielt nach oben getrieben hatte. Er wusste ebenfalls, dass nebst ihm auch der Angeklagte A. sowie T. vom erzielten Gewinn profitieren würden, zumal er die entsprechenden Überweisungen an die beiden vornahm, und hatte damit auch die erforderliche Kenntnis vom Vorsatz des Angeklagten A.¹⁴

[Rz 11] Das Bezirksgericht Zürich verurteilte den Angeklagten B. betreffend Frontrunning wegen mehrfacher Gehilfenschaft zur ungetreuen Geschäftsbesorgung im Sinne von Art. 158 Ziff. 1 Abs. 1 und 3 in Verbindung mit Art. 25 und 26 StGB.¹⁵

[Rz 12] Ein weiterer Anklagevorwurf, auf den hier nicht näher eingegangen werden soll, betraf die Vereinbarung eines überhöhten Kaufpreises für ein Investment in Aktien durch eine Investmentgesellschaft, bei welcher der Angeklagte B. Geschäftsführer war, wobei dieser Betrag als «Kick-Back» an den Angeklagten B. zurückfloss. Betreffend dieser Provisionszahlung wurde der Angeklagte B. der ungetreuen Geschäftsbesorgung im Sinne von Art. 158 Ziff. 1 Abs. 1 und Abs. 3 StGB schuldig gesprochen.¹⁶ In einem weiteren Anklagepunkt, der ebenfalls eine Rückvergütung für den Kauf von Aktien betraf, wurde der Angeklagte B. dagegen mangels erforderlicher Selbständigkeit bei der Verwaltung fremden Vermögens vom Vorwurf der ungetreuen Geschäftsbesorgung freigesprochen.¹⁷

[Rz 13] Das Bezirksgericht Zürich bestrafte den Angeklagten B. wegen ungetreuer Geschäftsbesorgung und mehrfacher Gehilfenschaft zur ungetreuen Geschäftsbesorgung mit 3 Jahren Freiheitsstrafe, wobei der Vollzug im Umfang von 24 Monaten aufgeschoben und die Freiheitsstrafe im Übrigen (12 Monate abzüglich 46 Tage Untersuchungshaft) vollzogen wird.¹⁸

2.4 Zivilforderungen

[Rz 14] Ein beziffertes Schadenersatzbegehren lag nur bezüglich eines Geschädigten vor. Da dieses Schadenersatzbegehren jedoch keine Angaben darüber enthielt, in welchem Umfang der Schaden durch Wiedergutmachungsleistungen bereits gedeckt wurde und welcher Betrag noch offen war, wurde es mangels Liquidität auf den Weg des ordentlichen Zivilprozesses verwiesen.¹⁹

¹⁰ Urteil BezGer ZH, 3. September 2010, S. 65 ff., S. 86.

¹¹ Urteil BezGer ZH, 3. September 2010, S. 28 ff., S. 44.

¹² Urteil BezGer ZH, 3. September 2010, S. 44.

¹³ Urteil BezGer ZH, 3. September 2010, S. 61 f.

¹⁴ Urteil BezGer ZH, 3. September 2010, S. 63.

¹⁵ Urteil BezGer ZH, 3. September 2010, S. 63.

¹⁶ Urteil BezGer ZH, 3. September 2010, S. 65.

¹⁷ Urteil BezGer ZH, 3. September 2010, S. 26 f.

¹⁸ Urteil BezGer ZH, 3. September 2010, S. 77 ff., 86 ff.

¹⁹ Urteil BezGer ZH, 3. September 2010, S. 88 ff.

3. Bemerkungen zum Urteil

3.1 Definition von Frontrunning und verwandten Praktiken

[Rz 15] Unter Frontrunning (auch Vorlaufen genannt) versteht man das Ausnützen einer vertraulichen Information über eine bevorstehende grössere Kundentransaktion, indem in Erwartung der durch die Ausführung des Kundenauftrages bewirkten Kurssteigerung vorgängig ein Posten der fraglichen Effekten für eigene Rechnung erworben und nach Ausführung der Kundentransaktion zu einem höheren Preis verkauft wird. Das Frontrunning kann von Personen betrieben werden, die Kenntnis von bevorstehenden Kundentransaktionen haben, so etwa von Mitarbeitern von Banken, Effekthändlern oder unabhängigen Vermögensverwaltern oder von mit der Verwaltung von Vermögen kollektiver Kapitalanlagen oder institutioneller Anleger betrauten Personen.²⁰ Frontrunning ist auch denkbar, wo ein Wissen um Verkaufsaufträge besteht, wobei in diesem Fall typischerweise Leerverkäufe durchgeführt werden.²¹

[Rz 16] Von Parallelrunning (Mitlaufen) spricht man, wenn die Transaktion auf eigene Rechnung nicht vorgängig, sondern gleichzeitig mit der Kundentransaktion ausgeführt wird und so die durch die Kundenaufträge bewirkten Kursbewegungen ausgenutzt werden. Afterrunning (Nachlaufen) bezeichnet den Missbrauch von Kenntnissen über bereits durchgeführte Kundenaufträge durch nachträglich ausgeführte Transaktionen, wobei der Finanzintermediär aufgrund der Aufträge eines Kunden dessen Strategie kennt und sich dieses privilegierte Wissen als Trittbrettfahrer nachträglich zunutze macht.²²

3.2 Bisherige rechtliche Erfassung von Frontrunning in der Schweiz

3.2.1 Verschiedene Aspekte des Frontrunning

[Rz 17] Beim Frontrunning wie auch beim Insidergeschäft wird eine vertrauliche Information zum eigenen Vorteil ausgenutzt, wobei es sich beim Frontrunning um eine bestimmte Art von Information handelt, nämlich um das Wissen um eine bevorstehende Kundentransaktion. Frontrunning kann daher als besondere Form des Insiderhandels betrachtet werden.²³

²⁰ Boemle/Gsell et al., Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, Zürich 2002, S. 467; Urteil BezGer ZH, 3.9.2010, S. 15; Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch vom 29. Januar 2009, S. 49.

²¹ Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch vom 29. Januar 2009, S. 49.

²² Häufig gestellte Fragen (FAQ) zum FINMA-RS 08/38 «Marktverhaltensregeln» (Letzte Änderung 1. April 2009), Frage 7 zu Rz. 42, abrufbar unter <www.finma.ch>.

²³ Vgl. Neue Zürcher Zeitung (NZZ) vom 7. September 2010, S. 23.

Um den Gewinn zu maximieren, wird beim Frontrunning oftmals zusätzlich der Kurs der betreffenden Titel manipuliert, womit Frontrunning auch ein Element der Kursmanipulation beinhalten kann. Wird das Wissen um einen Kundenauftrag durch eine Person ausgenutzt, welche gegenüber einer anderen Person über Sorgfalts- und Treuepflichten verfügt, kann Frontrunning zudem als Sorgfalts- und Treuepflichtverletzung aufgefasst werden, die bei der anderen Person eine Schädigung des Vermögens zur Folge hat.

3.2.2 Verstoss gegen den Insiderstrafatbestand im Sinne von Art. 161 StGB?

[Rz 18] Der dem Urteil des Bezirksgerichts Zürich zugrunde liegende Sachverhalt ereignete sich vor dem 1. Oktober 2008 und damit vor Inkrafttreten der Streichung von Ziff. 3 des Art. 161 StGB. Ziff. 3 des Art. 161 StGB enthielt eine Einschränkung des Insideratbestandes. Strafbar war danach lediglich das Ausnützen der Kenntnis von bestimmten vertraulichen Tatsachen, nämlich einer bevorstehenden Emission neuer Beteiligungsrechte, einer Unternehmensverbindung oder eines ähnlichen Sachverhaltes von vergleichbarer Tragweite. Das Bundesgericht hatte in mehrfach bestätigter Rechtsprechung entschieden, dass der Begriff des Sachverhaltes von vergleichbarer Tragweite eng auszulegen sei und im Wesentlichen lediglich Ereignisse umfasse, die in die interne oder externe Struktur der Gesellschaft eingreifen.²⁴ Das Wissen um eine bevorstehende Kundentransaktion fiel nicht unter diesen Begriff, weshalb Art. 161 StGB in der vor dem 1. Oktober 2008 geltenden Fassung Frontrunning von vornherein nicht erfasste.²⁵

[Rz 19] Seit dem 1. Oktober 2008 ist Art. 161 StGB nicht mehr auf bestimmte Ereignisse beschränkt, sondern untersagt generell das Ausnützen von vertraulichen Tatsachen, deren Bekanntwerden den Kurs von in der Schweiz börslich oder vorbörslich gehandelten Aktien und anderen Effekten in voraussichtlicher Weise erheblich beeinflussen wird. Aus dem Gesetz ergibt sich auch nicht, dass sich die vertrauliche Tatsache notwendigerweise auf die Gesellschaft selbst beziehen muss, solange das Bekanntwerden dieser Tatsache voraussichtlich einen erheblichen Einfluss auf den Kurs der betreffenden Effekten hat.²⁶ Die Kenntnis eines bevorstehenden

²⁴ BGE 118 Ib 547; Urteil des Bundesgerichts 1A.325/2000, vom 5. März 2001; Urteil des Bundesgerichts 2A.567/2001, vom 15. April 2002; Peter, Basler Kommentar, Strafrecht II, 2. Auflage, Basel 2007, Art. 161 N. 26.

²⁵ Hürlimann, Der Insiderstrafatbestand, Diss. Zürich/Basel/Genf 2005, S. 58 f., FN 266; Koenig, Das Verbot von Insiderhandel, Eine rechtsvergleichende Analyse des schweizerischen Rechts und der Regelungen der USA und der EU, Zürich/Basel/Genf 2006, S. 216; Trechsel/Jean-Richard, Schweizerisches Strafgesetzbuch, Praxiskommentar, Zürich/St. Gallen, 2008, Art. 161 N. 21.

²⁶ Donatsch, Strafrecht III, 9. Auflage, Zürich/Basel/Genf 2008, S. 308; Stratenwerth/Jenny/Bommer, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil I: Straftaten gegen Individualinteressen, 7. Auflage, Bern 2010, § 21 N. 7 ff.; Stratenwerth/Wohlers, Schweizerisches Strafgesetzbuch,

Kundenauftrages käme daher grundsätzlich als vertrauliche Tatsache in Betracht. Es fehlt jedoch beim Frontrunning typischerweise an mindestens einem weiteren Tatbestandselement. Personen, welche Frontrunning betreiben, fallen regelmässig nicht unter den Kreis der Insider im Sinne von Art. 161 Ziff. 1 StGB. Als Insider gemäss Art. 161 Ziff. 1 StGB gelten die Mitglieder des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung und der Revisionsstelle sowie die Beauftragten einer Gesellschaft, die Mitglieder einer Behörde und Beamte sowie die Hilfspersonen der vorgenannten Personen. Weder ein für institutionelle Anleger tätiger Vermögensverwalter – wie der Angeklagte A. im vorliegenden Fall – noch andere Mitarbeiter von Finanzdienstleistungsunternehmen gehören zu diesem Täterkreis. Abgesehen von der fehlenden Insidereigenschaft kann es beim Frontrunning zudem an der Erheblichkeit der Kursbeeinflussung fehlen. Art. 161 StGB stellt nur das Ausnutzen einer Tatsache unter Strafe, deren Bekanntwerden den Kurs von in der Schweiz börslich gehandelten Effekten in voraussehbarer Weise *erheblich* beeinflussen wird. Beim Frontrunning werden nicht selten Kursbewegungen ausgenutzt, die zwar mit hoher Wahrscheinlichkeit eintreten, aber relativ geringfügig sind und daher unter Umständen nicht als erheblich kursrelevant gelten.²⁷

3.2.3 Kursmanipulation im Sinne von Art. 161^{bis} StGB?

[Rz 20] In dem vom Bezirksgericht Zürich zu beurteilenden Fall erschöpfte sich die Tathandlung nicht in einem Ausnutzen des Wissens um eine Kundentransaktion durch den vorgängigen Kauf und anschliessenden Verkauf von Effekten. Vielmehr wurde zusätzlich der Börsenkurs bzw. der Preis der betreffenden Effekten manipuliert.²⁸ Den Tatbestand der Kursmanipulation nach Art. 161^{bis} StGB erfüllt, wer in der Absicht, den Kurs von Effekten erheblich zu beeinflussen, um einen unrechtmässigen Vermögensvorteil zu erzielen, wider besseres Wissen irreführende Informationen verbreitet oder Scheinkäufe tätigt. Echte Transaktionen mit manipulatischem Hintergrund wie Frontrunning werden jedoch von der Strafnorm nicht erfasst.²⁹

3.2.4 Verstoss gegen Aufsichtsrecht und Berufsregeln

[Rz 21] Die rechtliche Erfassung von Frontrunning in der Schweiz erfolgte bislang vor allem über aufsichtsrechtliche Vorschriften von Finanzinstituten sowie über verschiedene Berufsregeln. Betreiben Mitarbeiter von Effekthändlern für eigene Rechnung oder für Rechnung ihres Arbeitgebers

Frontrunning, so verstossen sie dabei gegen die Verhaltensregeln für Effekthändler, und zwar einerseits gegen die Treuepflicht nach Art. 11 Abs. 1 lit. c BEHG, nach welcher der Effekthändler sicherzustellen hat, dass allfällige Interessenkonflikte seine Kunden nicht benachteiligen, wie auch gegen die Sorgfaltspflicht und das daraus fliessende Gebot der bestmöglichen Ausführung von Kundenaufträgen gemäss Art. 11 Abs. 1 lit. b BEHG. Solche Verstösse sind mit der Gewähr für eine einwandfreie Geschäftsführung nicht zu vereinbaren.³⁰ Das auf den 1. Januar 2009 in Kraft getretene Rundschreiben der FINMA legt Aufsichtsregeln zum Marktverhalten der regulierten Marktteilnehmer beim Ausführen von Effekengeschäften fest.³¹ Das Rundschreiben verbietet ganz allgemein die Verwendung von vertraulichen preissensitiven Informationen, worunter sowohl Informationen über Emittenten wie auch solche über Effekten zu verstehen sind.³² Im Besonderen ist auch das Ausnutzen der Kenntnis von Kundenaufträgen zur vorgängigen, parallelen oder unmittelbar danach anschliessenden Durchführung von gleichlaufenden Eigengeschäften (Front-, Parallel- und Afterrunning) untersagt.³³ Im Bereich der beruflichen Vorsorge ist Frontrunning seit dem 1. Januar 2005 ausdrücklich für Personen und Institutionen untersagt, die mit der Anlage und Verwaltung von Vorsorgevermögen betraut sind.³⁴

[Rz 22] Weiter wird Frontrunning durch die Regeln verschiedener Berufsverbände untersagt. So verbieten etwa die Verhaltensregeln für Effekthändler der Schweizerischen Bankiervereinigung das Front-, Parallel- und Afterrunning, wobei diesem Verbot auch Mitarbeitergeschäfte unterworfen sind.³⁵ Frontrunning wird auch durch die Richtlinie der Schweizerischen Bankiervereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse verboten.³⁶ Seit dem 1. Januar 2009 verlangt die FINMA ferner für die Anerkennung von Verhaltensregeln von Branchenorganisationen der Vermögensverwaltung, dass diese eine Regelung 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.³⁷

Handkommentar, 2. Auflage, Bern 2009, Art. 161 N. 5. Vgl. demgegenüber aber das Insiderverbot de lege ferenda, nachfolgend Ziff. 3.6.

²⁷ Koenig (FN 25), S. 216.

²⁸ Vgl. dazu vorstehend Ziff. 2.2.2.

²⁹ Amstutz/Reinert, Basler Kommentar, Strafrecht II, 2. Auflage, Basel 2007, Art. 161bis, N. 21; Donatsch (FN 26), S. 317; Erläuternder Bericht zur Änderung des Bundesgesetzes über Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 18. Januar 2010, S. 12.

³⁰ EBK-Bulletin 40/2000, S. 24 ff.; EBK-Jahresbericht 2002, S. 76; EBK-Bulletin 47/2005, S. 182 ff.; Stupp/Dubs, Basler Kommentar zum Börsengesetz, Basel 2007, Art. 11, N. 68 und 76.

³¹ FINMA-RS 8/38, «Marktverhaltensregeln».

³² Vgl. im Gegensatz dazu das Insiderverbot de lege ferenda, Ziff. 3.6.

³³ FINMA-RS 08/38 «Marktverhaltensregeln», N. 42.

³⁴ Art. 48f Abs. 2 lit. c BVV 2.

³⁵ Verhaltensregeln für Effekthändler bei der Durchführung des Effekthandelsgeschäfts der Schweizerischen Bankiervereinigung des Jahres 2008, Art. 11; vgl. auch Zobl/Kramer, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich/Genf/Basel 2004, N. 296.

³⁶ Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung vom Januar 2008, Ziff. 19 und Ziff. 26.

³⁷ FINMA-RS 2009/1 «Eckwerte zur Vermögensverwaltung», N. 14.

3.3 Rechtliche Erfassung von Frontrunning in der EU und in Deutschland

[Rz 23] Nach der EU-Marktmissbrauchs-Richtlinie stellt Frontrunning einen Fall von Insiderhandel dar und verstösst gegen das Insiderverbot.³⁸ Informationen über Kundentransaktionen gelten nach der EU-Marktmissbrauchs-Richtlinie als Insiderinformationen. Wie die Richtlinie ausdrücklich festhält, bedeutet «für Personen, die mit der Ausführung von Kundenaufträgen beauftragt sind, [...] «Insider-Information» auch eine Information, die von einem Kunden mitgeteilt wurde und sich auf noch nicht erledigte Aufträge des Kunden bezieht».³⁹ Das Insiderverbot der Marktmissbrauchs-Richtlinie ist nicht nur auf Mitglieder eines Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgans des Emittenten und am Kapital des Emittenten beteiligte Personen anwendbar, sondern auch auf Personen, die aufgrund ihrer Arbeit, ihres Berufs oder ihrer Aufgaben Zugang zu der betreffenden Insiderinformation haben.⁴⁰ Da Vermögensverwalter, Effektenhändler und andere Personen, die Kenntnis von bevorstehenden Kundenaufträgen haben, diese Kenntnis regelmässig aufgrund ihrer Arbeit erlangt haben, kommen sie als sogenannte Primärinsider in Betracht. Auch nach der Marktmissbrauchs-Richtlinie werden jedoch nur diejenigen Fälle von Frontrunning erfasst, in welchen der Kundenauftrag, wäre er öffentlich bekannt, den Kurs der betreffenden Effekten erheblich beeinflussen würde.⁴¹

[Rz 24] In Deutschland wird Frontrunning ebenfalls als Insidergeschäft betrachtet. Der Bundesgerichtshof hat Frontrunning unter den deutschen Insidertatbestand subsumiert.⁴²

3.4 Bemerkungen zur Qualifizierung von Frontrunning als ungetreue Geschäftsbesorgung gemäss Art. 158 Ziff. 1 StGB (Treubruchtatbestand)

3.4.1 Vorbemerkung

[Rz 25] Da Frontrunning weder den Insiderstraftatbestand noch den Tatbestand der Kursmanipulation erfüllt, beantragte die Staatsanwaltschaft III des Kantons Zürich, die Angeklagten wegen ungetreuer Geschäftsbesorgung zu verurteilen, und das Bezirksgericht Zürich ist diesem Antrag gefolgt. Die Möglichkeit, dass Frontrunning den Tatbestand der ungetreuen Geschäftsbesorgung erfüllen könnte, wurde

zwar vereinzelt diskutiert,⁴³ entsprechende Gerichtsentscheide waren jedoch zumindest nicht öffentlich bekannt. Ob das Obergericht Zürich das Urteil des Bezirksgerichts Zürich bestätigen wird, bleibt abzuwarten. Nachfolgend wird auf zwei Aspekte der Urteilsbegründung, die Stellung als Geschäftsführer und den Schaden, näher eingegangen.

3.4.2 Geschäftsführer

[Rz 26] Nach dem Gesetzestext von Art. 158 StGB kann Täter sein, wer aufgrund des Gesetzes, eines behördlichen Auftrages oder eines Rechtsgeschäftes damit betraut ist, Vermögen eines anderen zu verwalten. Erforderlich ist dabei ein relativ hohes Mass an Selbständigkeit bei der Verwaltung des fremden Vermögens. Ausdruck der Selbständigkeit ist in erster Linie, dass der Verwalter über nicht unerhebliche Bestandteile des Vermögens, wenn auch im Rahmen genereller Weisungen, eigenständig verfügen kann.⁴⁴ Im vorliegenden Fall war die Stellung des Angeklagten A. als Geschäftsführer ohne weiteres gegeben. Als Portfoliomanager der Y.-AG war er mit der Verwaltung des Vermögens mehrerer Versicherungen und Pensionskassen betraut und verfügte insbesondere auch über das erforderliche Mass an Selbständigkeit, da er die Anlageentscheidungen mit Bezug auf dieses Vermögen eigenverantwortlich fällte.

[Rz 27] Die strafrechtliche Erfassung von Frontrunning über den Tatbestand der ungetreuen Geschäftsbesorgung kommt stets dann in Frage, wenn Frontrunning durch eine Person betrieben wird, die selbständig mit der Verwaltung fremden Vermögens betraut ist. Dies ist etwa der Fall, wenn ein Vermögensverwaltungsvertrag vorliegt. Bei Vermögensverwaltungsverträgen verwaltet ein Finanzdienstleistungsinstitut, eine andere Gesellschaft oder eine natürliche Person das Vermögen eines Kunden und trifft selbständig Anlageentscheide im Interesse des Kunden.⁴⁵ Hier qualifiziert die verantwortliche natürliche Person in der Regel als Geschäftsführer im Sinne von Art. 158 Ziff. 1 StGB.⁴⁶ Vom Vermögensverwaltungsvertrag zu unterscheiden sind die Anlageberatung und die blosser Auftragsausführung (Execution-Only). Bei der Anlageberatung nimmt der Kunde zwar Anlagevorschläge seines Beraters entgegen, trifft den Ausführungsentscheid aber selbst.⁴⁷ Bei der Execution-Only führt ein Finanzdienstleistungsinstitut lediglich einen konkreten Kundenauftrag

³⁸ Präambel der Marktmissbrauchs-Richtlinie, Erw. 19, vgl. ferner Gemeinsamer Standpunkt (EG) Nr. 50/2002, ABl. C 228 E 25.9.2002, S. 30.

³⁹ Art. 1 Ziff. 1 Abs. 3 Marktmissbrauchs-Richtlinie.

⁴⁰ Art. 2 Abs. 1 Marktmissbrauchs-Richtlinie.

⁴¹ Koenig (FN 25), S. 217.

⁴² BGH-Urteil vom 6. November 2003, NJW 2004, S. 303, Erw. III.1.c)aa). Zum deutschen Recht, vgl. Assmann, in: Assmann/Schneider (Hrsg.), Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) Kommentar, 5. Auflage, Köln 2009, Vor § 12 N. 21, § 13 N. 71, § 14, N. 33.

⁴³ Vgl. Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch vom 29. Januar 2009, S. 50 f.

⁴⁴ Donatsch (FN 26), S. 274 f.; Stratenwerth/Jenny/Bommer (FN 26), § 19 N. 6 ff.; Niggli, Basler Kommentar, Strafrecht II, 2. Auflage, Basel 2007, Art. 158, N. 10 ff.

⁴⁵ Gutzwiller, Rechtsfragen der Vermögensverwaltung, Zürich/Basel/Genf 2008, S. 23 f.

⁴⁶ Bernasconi, Die strafrechtliche Verantwortlichkeit im Rahmen der Vermögensverwaltung, in: Wirtschaft und Strafrecht, FS für Niklaus Schmid, Zürich 2001, S. 257 f.; Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch vom 29. Januar 2009, S. 50 f.

⁴⁷ Gutzwiller (FN 45), S. 27 f.

aus, ohne dass der Kunde Beratungsdienstleistungen in Anspruch nimmt. Sowohl bei der Anlageberatung wie auch bei der Execution-Only fehlt es regelmässig an der erforderlichen Selbständigkeit des verantwortlichen Mitarbeiters bei der Aufgabenerfüllung, weshalb eine Strafbarkeit nach Art. 158 Ziff. 1 StGB (Treubruchtatbestand) ausser Betracht fällt. In solchen Fällen könnte allenfalls eine Strafbarkeit nach Art. 158 Ziff. 2 StGB (Missbrauchstatbestand) in Frage kommen. Der Missbrauchstatbestand ist erfüllt, wenn jemand in der Absicht, sich oder einen anderen unrechtmässig zu bereichern, die ihm durch Gesetz, behördlichen Auftrag oder Rechtsgeschäft eingeräumte Ermächtigung, jemanden zu vertreten, missbraucht und dadurch den Vertretenen am Vermögen schädigt. Als Täter qualifiziert bei dieser Tatbestandsvariante bereits, wer berechtigt ist, einen anderen bei einem einzelnen Rechtsgeschäft zu vertreten.⁴⁸

3.4.3 Schaden

[Rz 28] Der Tatbestand der ungetreuen Geschäftsbesorgung setzt voraus, dass es als Folge einer pflichtwidrigen Handlung durch den Geschäftsführer zu einem Vermögensschaden kam. Ein Vermögensschaden liegt bei einer Verminderung der Aktiven oder Vermehrung der Passiven vor, kann jedoch auch in einer unterbliebenen Vermögensmehrung bestehen, sofern die Gewinnaussichten hinreichend konkretisiert sind und daher ein vermögenswerter Gewinn ausgeblieben ist. Dabei wird vorausgesetzt, dass der Geschäftsführer eine Pflicht zur Vermehrung des Vermögens hatte und die unterlassene Vermögensvermehrung auf einer Pflichtverletzung beruht.⁴⁹

[Rz 29] Im vorliegenden Fall bestand der Rechtsgrund der Treuepflicht des Angeklagten A. nach dem Urteil des Bezirksgerichts Zürich im mit der Y.-AG abgeschlossenen Arbeitsvertrag einerseits und im Auftragsverhältnis zwischen der Y.-AG und den Geschädigten andererseits. Das Bezirksgericht Zürich erblickte die Pflichtverletzung des Angeklagten A. darin, dass dieser die Aktientransaktionen für die von ihm verwalteten Portfolios der Geschädigten nicht zu den bestmöglichen Konditionen abschloss, sondern überhöhte Preise bezahlte, nachdem er den Kurs durch gezielte Manipulationen zusätzlich in die Höhe getrieben hatte. Pflichtgemäss hätte sich der Angeklagte A. nach Auffassung des Bezirksgerichts Zürich verhalten, wenn er, statt den Angeklagten B. über die von ihm geplanten Transaktionen in Kenntnis zu setzen, diese einfach durchgeführt hätte. Hätte der Vermögensverwalter seinen Komplizen nicht über die geplante Kundentransaktion informiert, sondern diese stattdessen sogleich ausgeführt, hätte er die Aktien mindestens

zum selben Preis kaufen können, zu dem die Frontrunning-Transaktion ausgeführt wurde. Eine Pflicht zur Vermehrung des Vermögens des Angeklagten A. hat das Bezirksgericht Zürich in seinem Urteil zwar nicht ausdrücklich erwähnt, eine solche ergibt sich jedoch zweifellos aus dem Vermögensverwaltungsvertrag zwischen der Y.-AG und den Geschädigten.

[Rz 30] Den Schaden berechnete das Bezirksgericht Zürich, indem es diesen mit dem durch die Angeklagten erzielten Gewinn gleichsetzte, davon jedoch denjenigen Gewinnanteil abzog, der durch Verkäufe der Angeklagten an Dritte erzielt wurde. Die vorliegende Konstellation wies die Besonderheit auf, dass die durch Frontrunning vorgängig erworbenen Titel anschliessend meistens ausserbörslich direkt an die Geschädigten verkauft wurden. Der durch die Geschädigten bezahlte Kaufpreis für die erworbenen Aktien entsprach somit dem durch die Frontrunning-Transaktionen erzielten Verkaufspreis. Nach dem Urteil des Bezirksgerichts Zürich bestand der Schaden mit anderen Worten in der Differenz zwischen dem tatsächlich von den Geschädigten bezahlten Kaufpreis und dem hypothetischen Kaufpreis, welcher hätte erzielt werden können, wenn die Transaktionen sogleich ausgeführt worden wären, was regelmässig mindestens dem durch die Frontrunning-Transaktion erzielten Kaufpreis entspricht. Das Bezirksgericht Zürich hat den Schaden nicht etwa ausschliesslich in derjenigen Kurssteigerung erblickt, welche durch die erhöhte Nachfrage infolge der Frontrunning-Transaktionen und die Kursmanipulationen verursacht wurde, und dabei allfällige Kursveränderungen, die auf andere Ursachen zurückzuführen waren, ausser Acht gelassen.⁵⁰ Abgesehen davon, dass es praktisch unmöglich wäre, solche durch andere Ursachen hervorgerufenen Kursveränderungen herauszufiltern, ist die vom Bezirksgericht Zürich gewählte Berechnungsart auch folgerichtig, wenn man die Pflichtverletzung des Angeklagten A. im Verstoss gegen die Pflicht zur bestmöglichen Ausführung der Kundentransaktion sieht.

[Rz 31] Der Entscheid des Bezirksgerichts zeigt, dass beim Frontrunning je nach Konstellation durchaus ein Schaden eintreten kann und ein solcher keinesfalls immer nur geringfügig sein muss.⁵¹ Ein Schaden dürfte vor allem in denjenigen Konstellationen gegeben sein, in denen wie im vorliegenden Fall eine mit der Verwaltung von Kundenvermögen betraute Person wegen einer Frontrunning-Transaktion einen Kundenauftrag zu schlechteren Konditionen ausführt und dadurch das Gebot der bestmöglichen Ausführung verletzt. Bei gewöhnlichen Insidertransaktionen ging man demgegenüber bisher davon aus, dass sich ein Schaden anderer Anleger nur schwierig begründen bzw. nicht auf das Verhalten des Insiders zurückführen lässt, da diese die geplanten Transaktionen in der Regel auch ohne das Auftreten des Insiders

⁴⁸ Vgl. auch den Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch vom 29. Januar 2009, S. 50 f.

⁴⁹ BGE 80 IV 249 f., BGE 121 IV 107, BGE 123 IV 22; Donatsch (FN 26), S. 280; Niggli (FN 44), Art. 158, N. 111 f.; Stratenwerth/Jenny/Bommer (FN 26), § 19 N. 16.

⁵⁰ Vgl. EBK-Bulletin 47/2005, S. 189.

⁵¹ Vgl. Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch vom 29. Januar 2009, S. 51.

im Markt ausgeführt hätten.⁵² Bei den gewöhnlichen Insidertransaktionen untersuchte man jedoch vorwiegend den Schaden jener Anleger, welche auf der Marktgegenseite des Insiders stehen, während sich die durch Frontrunning-Transaktionen geschädigten Kunden regelmässig auf derselben Marktseite wie der Insider befinden.

3.5 Ausblick de lege ferenda

[Rz 32] Im Rahmen der geplanten Revision Börsendelikte und Marktmissbrauch soll der Tatbestand des Ausnützens von Insiderinformationen neu geregelt und ins Börsengesetz übergeführt werden.⁵³ Die Vorlage des Bundesrates sieht eine Erweiterung des persönlichen Geltungsbereichs der Strafnorm vor. Als sogenannte Primärinsider gelten nach dem neuen Insiderverbot auch Personen, die bestimmungsgemäss aufgrund ihrer Tätigkeit Zugang zu Insiderinformationen haben.⁵⁴ Damit kämen grundsätzlich auch Mitarbeiter von Finanzdienstleistungsunternehmen als mögliche Insider in Frage, welche die Kenntnis einer bevorstehenden Kunden- transaktion aufgrund ihrer Tätigkeit erlangt haben. Nach der vorgeschlagenen gesetzlichen Regelung wird «Insiderinformation» allerdings als «eine vertrauliche, kursrelevante Information des Emittenten» definiert.⁵⁵ Beim Wissen um eine bevorstehende Kundentransaktion dürfte es sich nicht um eine solche «Information des Emittenten» handeln, weshalb

Frontrunning auch nach der geplanten Gesetzesvorlage nicht vom Insiderverbot erfasst sein wird.

[Rz 33] Die Vorlage des Bundesrates sieht jedoch vor, Frontrunning mittels einer separaten Norm im Rahmen der Marktaufsicht zu erfassen. Die vom Bundesrat vorgeschlagene Norm lautet wie folgt: «Unzulässig handelt, wer: (...) c. Effektedepots verwaltet und vertrauliche Kundenaufträge dazu ausnützt, eigene Geschäfte zu tätigen, in der Absicht, einen Vermögensvorteil zu erzielen (Front- und Parallelrunning).»⁵⁶ Alternativ zu einer Aufzählung der untersagten Marktverhaltensweisen schlug der Bundesrat in der Vernehmlassung vor, in einer Generalklausel sämtliche Transaktionen zu verbieten, die in der Absicht vorgenommen werden, die Marktteilnehmer zu täuschen, und die FINMA zum Erlass von Ausführungsbestimmungen zu ermächtigen.⁵⁷

Dr. Daniela Koenig, LL.M. ist Rechtsanwältin bei meyerlustenberger in Zürich und hat ihre Dissertation zum Insiderverbot verfasst.

* * *

⁵² Brunner, Wie kommt man den sogenannten Insider-Transaktionen bei? SAG 48 (1976) S. 181; Nobel, Das Insider-Geschäft, SJZ 79 (1983), S. 124; Pache, La responsabilité civile de l'initié, Diss. Lausanne 1994, S. 108; Peter (FN 24), Art. 161 N. 13; Schubarth, Vom Vermögensstrafrecht zum Wirtschaftsstrafrecht, SJZ 75 (1979), S. 189; Stratenwerth, Zum Straftatbestand des Missbrauchs von Insiderinformationen, in: Festschrift für Frank Vischer, Hrsg. Böckli u. a., Zürich 1983, S. 670. Allerdings lässt sich argumentieren, dass sich die Anleger dann anders verhalten hätten, wenn sie über denselben Informationsstand wie der Insider verfügt hätten. In diesem Fall lässt sich ein Schaden der übrigen Anleger jedoch nur auf das Verhalten des Insiders zurückführen, wenn das schädigende Ereignis in der fehlenden Offenlegung der Insiderinformation durch den Insider erblickt wird und eine Pflicht zur Offenlegung der Information durch den Insider bestanden hat, was in der Regel nicht der Fall ist. Eine solche Pflicht hat das Bundesgericht jedoch im Fall Biber bejaht, wo es festhielt, dass die damalige Schweizerische Kreditanstalt aufgrund des Grundsatzes von Treu und Glauben nach Art. 2 Abs. 1 ZGB zur richtigen Aufklärung mit Bezug auf die erheblichen, nichtöffentlichen Tatsachen gegenüber den Anlegern, welche Aktien erwarben, verpflichtet gewesen wäre. Geschädigt durch das Verhalten der Bank seien die Anleger gewesen, welche die Aktien zu einem überhöhten Preis gekauft haben (BGE 2A.230/1999, 2. Februar 2000, insb. Erw. 5c und 9b). Vgl. auch Koenig (FN 25), S. 19 ff.

⁵³ Vgl. Entwurf zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) vom 15. Januar 2010; Erläuternder Bericht zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 18. Januar 2010; Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch vom 29. Januar 2009.

⁵⁴ Art. 44a Abs. 1 E-BEHG.

⁵⁵ Art. 33e E-BEHG; vgl. Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch vom 29. Januar 2009, S. 50.

⁵⁶ Art. 33g E-BEHG (Variante B). Vgl. auch den Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch vom 29. Januar 2009, S. 50; Erläuternder Bericht zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 18. Januar 2010, S. 36.

⁵⁷ Art. 33g E-BEHG (Variante A).