

Revision Börsendelikte und Marktmissbrauch

Der Entwurf zur Änderung des Börsengesetzes

Von Prof. Dr. Hans Caspar von der Crone, lic. iur. oec. Matthias Maurer
und lic. iur. oec. Jan Hendrik Hoffmann, Universität Zürich*

On September 1st, 2011, the Federal Council approved the dispatch on amending the Federal Act on Stock Exchanges and Securities Trading. The Federal Council intends to implement rules which sanction market abuse more effectively and, therefore, enhance the competitiveness of the market. In particular, provisions on insider trading, market manipulation and the obligation to disclose holdings shall be amended. However, any form of regulation restricts economic freedom – a fundamental right guaranteed by the Swiss Constitution. Such restrictions are only

justified if they are necessary to create or maintain efficient markets. Further, any specific regulatory action must be capable of ensuring the efficiency of the market, be the mildest mean to attain an efficient market and create more benefits than costs. With regard to implementation, regulatory provisions must be clear and specific. Enforcement needs to be clearly assigned and a coherent and transparent procedure must be provided for. The following essay analyzes the proposed amendments using the prerequisites for regulatory actions set out above.

Inhaltsübersicht

I. Stand der Revision

II. Voraussetzungen der Regulierung

1. Grundvoraussetzungen

- 1.1 Wirtschaftsverfassung
- 1.2 Formen des Marktversagens
- 1.3 Marktversagen als notwendige Bedingung der Regulierung

2. Auswahl der Regulierungsmassnahme

- 2.1 Eignung
- 2.2 Erforderlichkeit
- 2.3 Verhältnismässigkeit

3. Umsetzung der Regulierungsmassnahme

- 3.1 Klarheit und Bestimmtheit der Norm
- 3.2 Klare Zuständigkeiten
- 3.3 Klares Verfahren

4. Zwischenfazit

III. Die Änderung des Börsengesetzes

1. Insiderhandel

- 1.1 Die Änderungen im Überblick
 - 1.1.1 Materielle Änderungen
 - 1.1.2 Formelle Änderungen
- 1.2 Bewertung der Änderungen

2. Kursmanipulation und Marktmissbrauch

- 2.1 Die Änderungen im Überblick
 - 2.1.1 Kursmanipulation
 - 2.1.2 Marktmanipulation
- 2.2 Bewertung der Änderungen

3. Offenlegung von Beteiligungen

- 3.1 Die Änderungen im Überblick
 - 3.1.1 Materielle Änderungen
 - 3.1.2 Formelle Änderungen
- 3.2 Bewertung der Änderungen

IV. Fazit

I. Stand der Revision

Am 21. September 2007 setzte das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD) eine Expertenkommission ein, welche die Regulierung im Bereich der Börsendelikte und des Marktmissbrauchs analysieren

und allfälligen Handlungsbedarf ermitteln sollte. Am 29. Januar 2009 legte die Expertenkommission ihren Bericht vor.¹ Gestützt auf diesen Bericht erarbeitete das EFD im Auftrag des Bundesrates eine Vernehmlassungsvorlage.² Die Vernehmlassung wurde zwischen dem 13. Januar und 30. April 2010 durchgeführt.³ Am 1. September 2011 verabschiedete der Bundesrat die Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch).⁴

Die Revision des Börsengesetzes umfasst im Wesentlichen das Insiderverbot, die Kursmanipulation bzw. Marktmanipulation und die Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen.⁵ Mit der Revision soll

* Der vorliegende Beitrag ist im Internet verfügbar unter <http://www.rwi.uzh.ch/vdc>.

¹ Vgl. Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch vom 29. Januar 2009, <http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/01375/index.html?lang=de>.

² Vgl. Erläuternder Bericht zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch), <http://www.efd.admin.ch/dokumentation/gesetzgebung/00571/01634/index.html?lang=de>.

³ Vgl. Bericht des Eidgenössischen Finanzdepartements über die Vernehmlassungsergebnisse zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch), September 2010, <http://www.admin.ch/ch/d/gg/pc/documents/1709/Ergebnis.pdf>.

⁴ Vgl. Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011 6873 ff.

⁵ Die Vorlage umfasst zudem eine Revision der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote, vgl. Botschaft (Fn. 4), 6890 ff. Die nachfolgenden Ausführungen betreffen ausschliesslich die Revision des Insiderverbots, der Kursmanipulation bzw. Marktmanipulation sowie der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen. Auf die Revision der Be-

Fehlverhalten am Markt effizienter sanktioniert und dadurch die Effizienz des Marktes gesteigert werden. Dazu sollen die Tatbestände und die Sanktionsordnung erweitert und das Verfahren neu geordnet werden.

Regulierung greift in die Wirtschaftsfreiheit ein. Dieser Eingriff muss gerechtfertigt sein. Im ersten Teil dieses Artikels sollen daher sieben Kriterien entwickelt werden, denen Regulierung gerecht werden muss: eine Grundvoraussetzung, die bei jedem Eingriff erfüllt sein muss, sowie drei Kriterien zur Auswahl der eingreifenden Massnahme und drei Kriterien zur Umsetzung der ausgewählten Massnahme.

Im zweiten Teil des Artikels sollen die einzelnen Punkte der Vorlage des Bundesrates betrachtet und anhand der entwickelten Kriterien bewertet werden.

II. Voraussetzungen der Regulierung

1. Grundvoraussetzungen

1.1 Wirtschaftsverfassung

Ausgangspunkt der Legitimierung von Regulierung muss die Verfassung sein. Der schweizerischen Bundesverfassung ist ein klarer Grundsatzentscheid für eine freie, marktorientierte Wirtschaftsordnung zu entnehmen.⁶ Sie bekennt sich in Art. 27 i.V.m. Art. 94 ff. zum Markt als Allokationsmechanismus.⁷

Marktwirtschaft bedingt eine Reihe von Institutionen wie das Eigentum oder den Vertrag, die der Staat bereitzustellen, durchzusetzen oder zu schützen hat. Der Staat muss eine Rahmenordnung schaffen, in welcher die Kräfte des Marktes wirken können. Erst diese Rahmenordnung gewährleistet die Verwirklichung der verfassungsmässigen Wirtschaftsfreiheit.⁸ Nur wenn Verträge oder Eigentumsrechte durchge-

stimmungen über öffentliche Kaufangebote soll nachfolgend nicht weiter eingegangen werden.

⁶ Vgl. Botschaft zur Bundesverfassung, BBl 1997 I 1, 294; Christoph Bühler, Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Zürich 2009, N 25; Hans Caspar von der Crone/Lukas Beeler, Regelung systemrelevanter Banken aus wirtschaftsrechtlicher Sicht – Lösungsansätze zur Too-big-to-fail-Problematik in der Schweiz, ZSR 130 (2011) I Heft 2, 177–208, 182.

⁷ Vgl. Sabine Kilgus, Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht, Zürich 2007, N 361; Klaus Arnold Vallender, Wirtschaftsfreiheit und begrenzte Staatsverantwortung, Bern 2006, 4 ff.

⁸ Vgl. von der Crone/Beeler (Fn. 6), 183.

setzt werden können, kann Wirtschaftsfreiheit gelebt werden. So wie es der Strassen bedarf, damit Autos verkehren können, bedarf es einer marktwirtschaftlichen Infrastruktur, damit Güter gehandelt werden können.

Über diese rechtliche Infrastruktur hinaus sind ordnende Eingriffe des Staates allerdings nur dann geboten und zugleich legitimiert, wenn ein Marktversagen festzustellen ist.⁹ Versagt der Markt, so ist mit den Worten von *John Maynard Keynes* nach der Rahmenordnung zu suchen, «which the free play of economic forces requires if it is to realise the full potentialities of production».¹⁰

1.2 Formen des Marktversagens

Der Markt versagt in der Allokation von Ressourcen, wenn Ineffizienzen bestehen, das heisst, wenn Güter nicht den Personen zugeteilt werden, die aus ihnen den grössten Nutzen generieren können. Verschiedene Ursachen können zu Marktversagen führen:

1. Marktversagen kann zunächst dadurch hervorgerufen werden, dass ein Akteur in einem Wirtschaftsbereich eine erdrückende Marktmacht aufbaut und die Kräfte des Wettbewerbs nicht mehr spielen können. Beispiel ist das Monopol.
2. Weiter können Informationsasymmetrien zwischen Marktakteuren den Wettbewerb verzerren. Beispiel ist der Insiderhandel.
3. Auch die Allokation öffentlicher Güter über den Markt funktioniert nicht. Beispiel ist die öffentliche Sicherheit.
4. Der Preis von Gütern oder Dienstleistungen wird verzerrt, wenn Kosten für ihre Produktion bei Dritten statt bei den Akteuren selbst anfallen. Beispiel ist die Belastung von Luft oder Wasser mit Schadstoffen.
5. Schliesslich können Such-, Verhandlungs- und Durchsetzungskosten – Transaktionskosten – den

⁹ Vgl. Bühler (Fn. 6), N 308; von der Crone/Beeler (Fn. 6), 183. Die von Kilgus (Fn. 7), 369, verwendete Differenzierung zwischen präventiver und repressiver Gestaltung ist abzulehnen. Vielmehr ist die Regulierung als einheitliche Ordnung zu verstehen, deren Ziel die Verwirklichung der Allokation der Ressourcen über den Markt ist. Dieses Ziel verfolgen die anfängliche Regulierung ebenso wie spätere Eingriffe.

¹⁰ *John Maynard Keynes*, *The General Theory of Employment, Interest and Money*, New Delhi 2008, 347.

Abschluss eines effizienten Vertrags verhindern. Um auf das Beispiel des Strassenverkehrs zurückzukommen: Kreuzt ein Feldweg eine Schnellstrasse, so sind die Transaktionskosten – in Form des Aushandelns der Vorfahrt – für die Autofahrer prohibitiv hoch. Die Einführung einer klaren Vorfahrtsregel zugunsten der Schnellstrasse führt dann zu einem effizienteren Verkehrsfluss und weniger Unfällen.¹¹

1.3 Marktversagen als notwendige Bedingung der Regulierung

Aus dem verfassungsmässigen Entscheid für eine freie Marktwirtschaft ergibt sich eine erste Voraussetzung für eine staatliche Regulierung: Ein Eingriff ist von vornherein nur gerechtfertigt, wenn er zur Schaffung oder Aufrechterhaltung eines effizienten Marktes erforderlich ist. Bestehen Zweifel daran, ob ein Marktversagen vorliegt, so ist von einem Eingriff abzusehen.¹² Dies ist umso wichtiger, als eine Abgrenzung des effizienten vom ineffizienten Markt und damit die Diagnose eines Marktversagens oft nicht leicht fällt.

Das Beispiel der Informationsasymmetrien – eine der zentralen Formen des Marktversagens im Finanzmarkt – verdeutlicht dies: Wo ist die Grenze zwischen dem Recht auf Nutzung selbst beschaffter Informationen und der regulatorisch erzwungenen Offenlegung solcher Informationen zur Steigerung der Markteffizienz zu ziehen?

2. Auswahl der Regulierungsmassnahme

Liegt ein Marktversagen vor, so stellt sich die Frage nach der Auswahl des regulatorischen Eingriffs. Dabei sind drei Kriterien zu beachten: Erstens muss der Eingriff die Funktionsfähigkeit und Effizienz des Marktes gewährleisten (*Eignung*). Zweitens darf er nicht mehr als erforderlich in die Wirtschaftsfreiheit der Betroffenen eingreifen (*Erforderlichkeit*). Drittens muss der Eingriff verhältnismässig sein, ins-

besondere also mehr Nutzen stiften als Kosten verursachen (*Verhältnismässigkeit*).¹³

2.1 Eignung

Erstes Kriterium ist, dass der Eingriff wirksam sein muss.¹⁴ Die Regulierung muss die erkannten Marktversagen beheben. Der Regulator muss Massnahmen identifizieren, welche langfristig unter den realen Bedingungen des Wirtschaftsalltags einen hohen Zielerreichungsgrad aufweisen.¹⁵

Die Massnahmen müssen insbesondere auch umgesetzt werden können. Dabei dürfen die regulatorischen Möglichkeiten nicht überschätzt werden.¹⁶ Nur im Eidgenössischen Feldschiessen kann hinter jedem Schützen ein Warner sitzen, der das Standblatt führt.¹⁷ Regulatoren sind auch nicht gescheiter oder weitsichtiger als die Beaufsichtigten, was in keiner Weise abwertend gemeint ist, sondern bloss realistisch feststellend: Sie sollten deshalb auch nicht mehr versprechen, als sie leisten können. Die globale Finanzkrise hat dies deutlich gezeigt: Sie ist auch eine globale Regulierungskrise, weil die Regulatoren Erwartungen in die Sicherheit der Finanzmärkte erweckten, die sie nie einlösen konnten. Zudem sind Regulierungsprozesse nicht zuletzt auch in der Schweiz bedeutenden Einflüssen der jeweiligen Interessengruppen ausgesetzt. Diese Realität des demokratischen Staats sollte zur Konzentration auf das Wesentliche führen. Was nämlich nicht klar und einfach aufgebaut ist, wird im Gesetzgebungsprozess kaum besser. Im schlechtesten Fall ist das Resultat kostspielig und wirkungslos, und es werden Erwartungen erweckt, die nicht eingelöst werden können.¹⁸

¹³ Vgl. auch Erläuternder Bericht (Fn. 2), 14.

¹⁴ Vgl. Leitlinien zur Finanzmarktregulierung (Fn. 12), 4 f.; Bühler (Fn. 6), N 310.

¹⁵ Martin Ricketts, Economic regulation: principles, history and methods, in: Michael Crew/David Parker (Eds.), International Handbook on Economic Regulation, Cheltenham 2006, 34–62, 39.

¹⁶ Vgl. hierzu auch Cooter/Ulen (Fn. 11), 93.

¹⁷ Konkret wäre dies das Form 27.005 für elektronische Scheiben, bzw. Form 27.005.01 für manuelle Scheiben, <http://www.he.admin.ch/internet/heer/de/home/themen/sport_ausserd/schiesswesen/aktuelles/schiessbetrieb.html>.

¹⁸ Vgl. dazu die Public-Choice-Theorie: George Stigler, The Theory of Economic Regulation, Bell Journal of Economics and Management Science, Vol. 2 No. 1 (Spring 1971), 3–21, 3; William A. McEachern, Economics: A contemporary introduction, 334; Ricketts (Fn. 15), 38 f.

¹¹ Robert Cooter/Thomas Ulen, Law and Economics, Boston 2012, 86.

¹² Vgl. auch FINMA, Leitlinien zur Finanzmarktregulierung, <http://www.finma.ch/d/regulierung/gesetze/Documents/br_leitlinien-finanzmarktregulierung_20100507_de.pdf>, 4.

Lässt sich das identifizierte Marktversagen nicht effizient korrigieren oder muss die Wirksamkeit einer Lösung ernsthaft bezweifelt werden, so ist von einem regulatorischen Eingriff abzusehen.¹⁹ Der Verzicht auf einen solchen ist einem mangelhaften vorzuziehen.²⁰ Insbesondere ist auch von einer Regulierung abzusehen, welche nicht durchsetzbar ist und somit toter Buchstabe bleibt: Die *lex imperfecta* schafft in geradezu paradigmatischer Weise Erwartungen, ohne sie einzulösen. Die Eignung ist vor ebenso wie nach Durchsetzung einer Regulierung zu prüfen.²¹

2.2 Erforderlichkeit

Ein zweites Kriterium betrifft die Wahl zwischen verschiedenen geeigneten Massnahmen zur Lösung des Marktversagens. Es ist festzustellen, welche Massnahme die mildeste, wirksame Alternative darstellt. Kommt es in einem Markt zu Dysfunktionen, so liegt die Lösung nicht in der Substitution des Marktes durch den Staat. Vielmehr muss der Staat die Rahmenordnung so weiterentwickeln, dass der Markt Ressourcen effizient alloziert.

Das Ziel der Schaffung einer Rahmenordnung für einen funktionierenden Markt ist mit möglichst geringen Eingriffen in die Wirtschaftsfreiheit zu verfolgen.²² Über die ordnende Wirkung hinaus haben regulierende Eingriffe nämlich stets auch beschränkenden Charakter. Regulierung ist nicht Selbstzweck, sondern sie hat der Verwirklichung des verfassungsmässigen Entscheids zugunsten der Marktwirtschaft zu dienen. Primäres Regulierungsziel muss eine Anpassung der Rahmenordnung, welche eine effiziente Ressourcenallokation unter möglichst geringer Intervention des Staates gewährleistet, sein. Selbstverständlich wird man von einer kompletten Sperrung

der Strasse absehen, wenn der Gefahr von Unfällen vor einem Schulhaus mittels einer Geschwindigkeitsbegrenzung wirksam begegnet wird.

2.3 Verhältnismässigkeit

Drittes Kriterium ist, ob die ausgewählte, mildeste wirksame Lösung mehr Nutzen stiftet, als Kosten verursacht.²³ Perfekte Märkte sind eine Fiktion. In der Praxis lässt sich deshalb an vielen Stellen ein Marktversagen diagnostizieren. Der Regulator kann deshalb versucht sein, seinen Auftrag zu extensiv zu verstehen, sozusagen auf alles zu schiessen, was sich bewegt.²⁴

Regulierung lohnt sich volkswirtschaftlich allerdings nur bis zu dem Punkt, an dem Grenzkosten und Grenznutzen der Regulierung im Gleichgewicht sind. Übertreffen die erwarteten Kosten eines regulatorischen Eingriffs dessen Nutzen, so ist davon Abstand zu nehmen.²⁵ Nicht die ideale, sondern die sozial optimale Regulierung wird gesucht.²⁶ Reguliert werden sollte nur solange, als dadurch gesellschaftlich Nutzen geschaffen wird.²⁷

So bedarf beispielsweise die Begrenzung der Geschwindigkeit auf Autobahnen einer Abwägung: Bis hinunter auf welche Maximalgeschwindigkeit übersteigt der Nutzen kleinerer Unfallzahlen und tieferer Emissionen die Kosten eines langsameren Verkehrsflusses?

3. Umsetzung der Regulierungsmassnahme

3.1 Klarheit und Bestimmtheit der Norm

Steht fest, dass ein Marktversagen vorliegt und ist die mildeste wirksame und nutzenstiftende Massnahme bestimmt, so muss diese in Form und Sprache gegossen werden. Bei der konkreten gesetzgeberischen Ausgestaltung der Massnahme ist von oberster

¹⁹ Kilgus (Fn. 7), N 423 f, N 511.

²⁰ Robert W. Hahn/John Hird, The Costs and Benefits of Regulation: Review and Synthesis, Yale Journal on Regulation 8 (Winter 1991), 233 ff.; Kilgus (Fn. 7), N 512.

²¹ Gemäss Art. 170 BV sind die Wirksamkeit ebenso wie die wirtschaftlichen und praktischen Folgen eines Gesetzesvorhabens zu prüfen. Bei Gesetzen ist gemäss Art. 141 Abs. 2 ParlG die Wirksamkeit vorab zu prüfen. Vgl. auch Leitlinien zur Finanzmarktregulierung (Fn. 12), 5 f.; Bühler (Fn. 6), N 331; Kilgus (Fn. 7), N 482–529.

²² Schlussbericht der Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen vom 30. September 2010, 24, <<http://www.sif.admin.ch/dokumentation/00514/00519/00592>>; von der Crone/Beeler (Fn. 6), 185.

²³ Vgl. Art. 7 Abs. 2 lit. a und b FINMAG; Leitlinien zur Finanzmarktregulierung (Fn. 12), 5; Schlussbericht der Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen (Fn. 22), 54–58; Kilgus (Fn. 7), N 511–513.

²⁴ Ricketts (Fn. 15), 36.

²⁵ Vgl. Kilgus (Fn. 7), 511–512.

²⁶ Gemäss Ricketts (Fn. 15), 40, kommt dem Staat die Rolle «as facilitator of trading process and the provider of transaction cost reducing institutions rather than the achiever of ideal end states» zu.

²⁷ Vgl. Kilgus (Fn. 7).

Priorität, dass die Regelung inhaltlich wie sprachlich klar und bestimmt ist.

Nur wenn klar bezeichnet ist, welche Verhaltensweisen zulässig, welche Verhaltensweisen geboten und welche Verhaltensweisen verboten sind, können Private ihr Verhalten an der regulatorischen Norm ausrichten.²⁸ Versteht der Adressat die Regelung nicht, so verfehlt sie ihren Zweck: Sie entfaltet keine Steuerungswirkung.²⁹

Natürlich stellen sich Adressaten beim Verstehen von Regeln oft so an, als seien sie sprichwörtlich «schwer von Begriff». Die Stadtzürcher Erfahrung zeigt etwa, dass selbst die einfache und klare Regel, wonach man nicht länger parkieren darf, als wofür man Münzen einwerfen konnte, immer wieder Anlass zu argumentativen Höhenflügen gibt. Unklare Regeln werden allerdings schon von dem nicht verstanden, der sie verstehen will, und sie geben dem, der sie nicht verstehen will, Argumente, von denen Parksünder nur träumen können. Tendenziell sinkt deshalb mit zunehmender Komplexität die Wirksamkeit der Regulierung.³⁰ Umgekehrt nehmen die Möglichkeiten und Anreize einer Umgehung zu.

3.2 Klare Zuständigkeiten

Des Weiteren ist der Vollzug klar zu ordnen und kompetenten Stellen zu übertragen.³¹ Die Zuständigkeiten für verwandte Fragenkomplexe sind bei einer Behörde zu konzentrieren, damit diese die notwendige Kompetenz aufbauen kann. Sieht ein Eingriff strafrechtliche Sanktionen vor, müssen die strafrechtlichen Verfahrensvoraussetzungen von Anfang eingehalten werden. Namentlich sind in diesem Fall nach Art. 6 Abs. 1 EMRK anklagende und richtende Behörde klar zu trennen.

3.3 Klares Verfahren

Schliesslich müssen die Verfahrensordnung und die Praxis der Vollzugsbehörden einen kohärenten und transparenten Vollzug gewährleisten.

Die Vollzugsbehörden übernehmen die Aufgabe der Konkretisierung der Erlasse bis hin zu individuell-konkreten Anordnungen im Einzelfall. Sie sind Schnittstelle zwischen Regulator und Adressaten. Ihre Praxis ist für die Adressaten letztlich entscheidend. Sie muss sich klar aus den Erlassen ableiten lassen und mit diesen wie auch in sich ein kohärentes System ergeben. Die konsequente und konstante Durchsetzung der Praxis ist für die Akzeptanz der Regelung von grosser Bedeutung. Sie vermittelt auf individuell-konkreter Ebene Rechtssicherheit und bewirkt die erwünschte Steuerungswirkung.

Die Transparenz des Vollzugs gewährleistet, dass Marktteilnehmer nachvollziehen können, welches Fehlverhalten wie sanktioniert wird. Gleichzeitig stellt sich die Vollzugsbehörde damit auch der Öffentlichkeit. Jedermann kann sich davon überzeugen, dass sie fair und rechtsgleich das Recht durchsetzt. Scheitert die Vollzugsbehörde bei der Übersetzung der Erlasse in eine bestimmte, kohärente, konsequente, konstante und transparente Praxis, so entsteht Rechtsunsicherheit. Die Adressaten können ihr Verhalten nicht klar ausrichten. Setzt die Vollzugsbehörde die Regeln nicht konsequent um, riskiert sie, dass das Vertrauen des Marktes in ihre Regulierung schwindet. Jede bloss teilweise oder nur gelegentlich durchgesetzte Anordnung untergräbt die Autorität der vollziehenden Behörde. Diesem Autoritätsschwund kann die Behörde auch nicht mit gelegentlichen drastischen Sanktionen entgegenwirken. Eine Behörde, die von vornherein nur einen kleinen Teil der Fälle untersucht, in diesen aber mit exemplarischer Härte auftritt, wirkt nicht kompetent und konsequent, sondern inkonsequent, ja arbiträr. Was sich nicht konsequent und kohärent durchsetzen lässt, sollte schon gar nicht erst vorgeschrieben werden. Und wenn der politische Wille zur Durchsetzung fehlt, so ist es besser, ganz auf die Norm zu verzichten, statt sie von Anfang an als «Papiertiger» zu konzipieren. Gerade die Insiderregelung oder die Meldepflicht sind bekanntlich bedauerliche Beispiele für Normen, die sich bis jetzt nicht überzeugend haben durchsetzen lassen.

²⁸ Vgl. Kriterium der Einfachheit im Schlussbericht der Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen (Fn. 22), 24, 113.

²⁹ Vgl. Bühler (Fn. 6), N 319.

³⁰ Schlussbericht der Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen (Fn. 22), 25.

³¹ Jacques Iffland, Les procédures d'enforcement de la FINMA, in: Luc Thévenoz/Christian Bovet (Eds.), Journée 2010 de droit bancaire et financier, Genf 2011, 121–142, 122, 141.

4. Zwischenfazit

Die Finanzregulierung muss einen Mehrwert in Form von besser funktionierenden Märkten schaffen. Das bedingt eine Konzentration auf das Wesentliche und den Mut zur Lücke. Das gilt insbesondere für die oft vernachlässigte Durchsetzung. Inkonsequent durchgesetzte Regeln schaffen nicht nur keinen Mehrwert, sondern sie untergraben darüber hinaus die Autorität des Regulators.³²

III. Die Änderung des Börsengesetzes

Aufbauend auf diesen grundsätzlichen Überlegungen zu den Voraussetzungen der Regulierung von Börsen und Finanzmärkten sollen nachfolgend die geplanten Änderungen des Börsengesetzes betrachtet und anhand der eingangs entwickelten Kriterien bewertet werden.

1. Insiderhandel

1.1 Die Änderungen im Überblick

Der derzeit in Art. 161 StGB enthaltene Straftatbestand des «Ausnützens der Kenntnis vertraulicher Tatsachen», der so genannte Insiderhandel, soll neu in Art. 40 E-BEHG unter der Marginalie «Ausnützen von Insiderinformationen» geregelt werden.³³

Das Verbot des Insiderhandels erfährt gemäss der Vorlage im Wesentlichen drei materielle Änderungen: eine Erweiterung des Täterkreises, eine Erweiterung des Tatobjekts sowie die Einführung eines qualifizierten Straftatbestandes. In formeller Hinsicht wird die Zuständigkeit grundlegend neu geregelt.

1.1.1 Materielle Änderungen

Im Hinblick auf den *Täterkreis* soll gemäss der neuen Regelung eine Person immer dann zum Täterkreis gehören, wenn sie über vertrauliche, kursrelevante Informationen verfügt. Sondereigenschaften, wie sie der derzeitige, als echtes Sonderdelikt ausgestaltete Tatbestand verlangt, sind nicht mehr erforderlich.³⁴ Neu ist jede Person, die bestimmungsgemäss direkten Zugang zu vertraulichen, kursrelevanten Informationen hat, Primärinsider.³⁵ Insbesondere sollen künftig nicht nur die Organe der Gesellschaft dem Insiderverbot unterstehen, sondern beispielsweise auch ein Aktionär, der über vertrauliche, kursrelevante Informationen verfügt.³⁶ Ferner machen sich gemäss dem Entwurf neu auch Personen, die Insiderinformationen zufällig erhalten oder sich durch eine Straftat verschafft haben und diese ausnützen, strafbar.³⁷

Tatobjekte sind neu sämtliche an einer Börse oder börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassene Effekten und derivative Finanzinstrumente, die sich auf derartige Effekten beziehen. Im Gegensatz zum geltenden Recht erfasst der Tatbestand gemäss der Vorlage auch den Einsatz ausserbörslich gehandelter Derivate von zum Handel zugelassenen Effekten.³⁸

Schliesslich soll neu ein qualifizierter, als Verbrechen ausgestalteter Tatbestand eingeführt werden, der erfüllt ist, wenn der Täter einen Vermögensvorteil von mehr als einer Million Franken erzielt.

1.1.2 Formelle Änderungen

In formeller Hinsicht sieht der Entwurf des Bundesrates vor, dass die Verfolgung des Insiderhandels und der Kursmanipulation der Bundesanwaltschaft

³² Der volkswirtschaftliche Wert der Regulierung besteht aber gerade darin, dass das Vertrauen in die Regulierung ein Grundvertrauen in die durch sie regulierten Akteure schafft. Dies senkt die Transaktionskosten im Markt; *Hans Caspar von der Crone/Tatjana Linder*, Regulierung: Reputation, Vertrauen und Verantwortung, in: Peter V. Kunz/Dorothea Herren/Thomas Cottier/René Matteotti (Hrsg.), *Wirtschaftsrecht in Theorie und Praxis*, Festschrift für Roland von Büren, Bern 2009, 729 ff.; *Hans Caspar von der Crone*, Finanzmarktaufsicht – eine Standortbestimmung, *NZZ*, 14. März 2009, 27.

³³ Vgl. Botschaft (Fn. 4), 6886. Begründet wird die Überführung ins BEHG damit, dass Normen in dasjenige Gesetz aufgenommen werden sollten, mit welchem sie den engsten Sachzusammenhang aufweisen.

³⁴ Vgl. Botschaft (Fn. 4), 13, 32. Gemäss geltendem Recht kommen nur Personen, die zu der Gesellschaft in einem besonderen Vertrauensverhältnis stehen, als Täter in Frage, vgl. *Stefan Trechsel/Marc Jean-Richard*, in: *Stefan Trechsel*, Schweizerisches Strafrecht Praxiskommentar, Zürich/St. Gallen 2008, Art. 161 N 3.

³⁵ Vgl. Art. 40 Abs. 1 E-BEHG; Botschaft (Fn. 4), 6905.

³⁶ Vgl. Botschaft (Fn. 4), 6880.

³⁷ Vgl. Art. 40 Abs. 3 und 4 E-BEHG; Botschaft (Fn. 4), 6905.

³⁸ Botschaft (Fn. 4), 6906. Gemäss dem geltenden Recht fällt der Einsatz von OTC-Derivaten hingegen nicht unter den Tatbestand des Insiderhandels, vgl. *Michael Trippel/Guido Urbach*, *Basler Kommentar BEHG*, Basel 2011, Art. 161 StGB N 20.

übertragen wird.³⁹ Gemäss geltendem Recht sind dafür die kantonalen Strafverfolgungsbehörden zuständig. Die Beurteilung soll erstinstanzlich neu dem Bundesstrafgericht obliegen.

1.2 Bewertung der Änderungen

Eine staatliche Regulierung darf nur dann erfolgen, wenn ein Eingriff zur Aufrechterhaltung eines effizienten Marktes erforderlich ist. Die ökonomische Legitimation des Verbots des Insiderhandels besteht in der Verhinderung der Ausnützung von Informationsasymmetrien. Der von der Gesellschaft stammende, nicht selbst erarbeitete Informationsvorsprung des Insiders führt zu einer ineffizienten Allokation von Ressourcen. Wer mit dem Insider handelt, würde bei gleichem Informationsstand wie der Insider andere Transaktionsentscheide fällen. Er würde beim Verkauf an den Insider einen höheren Preis fordern, beim Kauf vom Insider einen tieferen Preis bezahlen. Wäre der Insiderhandel zulässig, würde dies zu einer Erhöhung des Bid/Ask-Spreads führen. Denn jeder müsste das Risiko des Insiderwissens der Gegenseite einpreisen. Die Transaktionskosten würden deshalb steigen. Steigende Transaktionskosten verringern jedoch die Allokationseffizienz des Marktes. Ab einem gewissen Grad an Insiderhandel würden sich die Anleger schliesslich mehr und mehr vom Markt zurückziehen und damit dessen Liquidität verringern. Insiderhandel kann somit zu einem Marktversagen führen.⁴⁰ Die notwendige Bedingung für einen regulierenden Eingriff ist daher gegeben.

Aufgrund der ökonomischen Begründung der Regulierung muss Zweck der Norm der Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes und der Gleichbehandlung der Anleger sein. Hingegen ist

die Treuepflicht des Täters gegenüber seinem Unternehmen nicht das durch den Insiderstraftatbestand geschützte Rechtsgut.⁴¹ Die Ausgestaltung des Tatbestandes als ein gemeines Delikt, bei welchem jeder Marktteilnehmer, der über vertrauliche Informationen verfügt, zum Täterkreis gehört, ist daher zu begrüssen: Sie korrigiert eine vom Schutzzweck nicht gerechtfertigte Beschränkung der Norm und gibt den Strafverfolgungsbehörden ein effektiveres Mittel zur Bekämpfung von Fehlverhalten von Marktteilnehmern in die Hand. Ohne eine Einbeziehung sämtlicher Personen, die über Insiderinformationen verfügen, in den Täterkreis erfüllt die Norm die Voraussetzung der *Eignung* der Regulierungsmassnahme nicht: Sie vermag den aus der asymmetrischen Informationsverteilung herrührenden Ineffizienzen nicht effektiv zu begegnen.⁴²

Es ist jedoch zweifelhaft, ob die bis anhin begrenzte Durchschlagskraft der Norm allein auf die Ausgestaltung des Tatbestandes zurückgeführt werden kann. Mindestens genauso grosse Bedeutung muss der Zuweisung der Vollzugskompetenzen und der konsequenten Verfolgung des Insiderhandels, also den Voraussetzungen der *klaren Zuständigkeit*⁴³ und des *klaren Verfahrens*,⁴⁴ beigemessen werden. Es ist nicht im Sinne einer effizienten Regulierung, Tatbestände zu schaffen, welche die Strafverfolgungsbehörden aus technischen, finanziellen oder fachlichen Gründen nicht konsequent verfolgen können.⁴⁵ Denn nur mittels einer konsequenteren Durchsetzung des Verbots der Ausnutzung von Insiderinformationen kann die gewünschte Steuerungswirkung erzielt und die Effizienz des Kapitalmarktes sichergestellt werden. Im Sinne einer Bündelung der Kompetenzen ist es richtig, die Verfolgung des Insiderhandels zusammen mit der Verfolgung der Kursmanipulation der Bundesanwaltschaft zu übertragen. Die für diese komplexen Verfahren notwendige Kompetenz kann so konzentriert werden.

Ebenso wichtig ist aber auch die wirkungsvolle Zusammenarbeit zwischen der Strafverfolgungs-

³⁹ Vgl. Art. 44 Abs. 1 E-BEHG; Botschaft (Fn. 4), 6887. Die Verletzungen der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen soll hingegen weiterhin vom EFD verfolgt werden. Im Gegensatz dazu sah die Vernehmlassungsvorlage des EFD vor, dass sämtliche Börsendelikte von der Bundesanwaltschaft verfolgt werden sollten, vgl. den Erläuternden Bericht (Fn. 2), 20, sowie hinten III.3.1.2.

⁴⁰ *Christian Leuenberger*, Die materielle kapitalmarktstrafrechtliche Regulierung des Insiderhandels de lege lata und de lege ferenda in der Schweiz, Zürich 2010, 129. Für weitere Hinweise zur ökonomischen Legitimation der Regulierung des Insiderhandels siehe *Stephen M. Bainbridge*, The Insider Trading Prohibition: A Legal and Economic Enigma, Florida Law Review, Vol. 38, pp. 35–68, Winter 1986.

⁴¹ Der geltende Straftatbestand umfasst die Treuepflicht des Insiders gegenüber dem Unternehmen als geschütztes Rechtsgut, vgl. *Trippel/Urbach* (Fn. 38), Art. 161 N 4 m.w.H.

⁴² Zum Kriterium der Eignung siehe vorne II.2.1.

⁴³ Zum Kriterium der klaren Zuständigkeit siehe vorne II.3.2.

⁴⁴ Zum Kriterium des klaren Verfahrens siehe vorne II.3.3.

⁴⁵ *Kilgus* (Fn. 7), 214.

behörde und der Börse. Der Börse kommt bei der Durchsetzung des Insiderverbots die zentrale Aufgabe bei der Überwachung des Marktes und damit der Aufdeckung des Ausnützens von Insiderinformationen zu: Nur die Börse kann und muss den Markt mittels computerisierter Überwachungssysteme beobachten und den Strafverfolgungsbehörden Informationen bezüglich möglicher Rechtsverletzungen weiterleiten.⁴⁶ Art. 6 Abs. 1 BEHG stellt jedoch keine gesetzliche Grundlage für hoheitliche Befugnisse der Börse dar: Aufgrund des Bankgeheimnisses kann die Börse nicht in Erfahrung bringen, welche Person eine Effekientransaktion in Auftrag gegeben hat.⁴⁷ Art. 6 BEHG verpflichtet die Börse weder zu eigenständigen Ermittlungen noch zur Zusammenarbeit mit der Bundesanwaltschaft. Bei Verdacht auf Gesetzesverstösse ist die Börse lediglich verpflichtet, die FINMA zu informieren.⁴⁸

Dieses Verfahren ist ineffizient und steht einer konsequenten und raschen Verfolgung verdächtiger Transaktionen im Wege. Im Gegensatz dazu können deutsche und amerikanische Börsen von ihren Mitgliedern, den Effektenhändlern, die Offenlegung der Auftraggeber verlangen.⁴⁹ Eine so weitgehende Kompetenz der Börse wäre im schweizerischen Recht nicht möglich. Das Bankgeheimnis kann nur von staatlichen Institutionen durchbrochen werden, nicht jedoch von einer privatrechtlichen Institution wie der Börse.

Auch nach der Revision soll die Börse ihre Erkenntnisse deshalb zuerst an die FINMA weiterleiten. Diese würde anschliessend die Identität der ermittelten Personen feststellen und in der Folge das Dossier an die Bundesanwaltschaft weiterleiten. Diese Zwischenschaltung der FINMA trägt nicht zur Effizienz bei, sondern erhöht lediglich die Zahl der involvierten Stellen. Der von der Vorlage bezweckte Abbau von Doppelspurigkeiten in der Strafverfolgung wird nicht erreicht.⁵⁰ Stattdessen wäre die Zusammenarbeit zwischen Börse und Bundesanwaltschaft zu verstärken. Eine am Sitz der Börse domizilierte Vertretung der Bundesanwaltschaft könnte einen raschen Abgleich

verdächtiger Transaktionen mit den jeweilig wirtschaftlich Berechtigten ermöglichen und damit ein effizientes und dennoch in allen Teilen rechtsstaatliches Verfahren gewährleisten.⁵¹

Zusammenfassend ist festzustellen, dass im Bereich des Insiderhandels ein Marktversagen vorliegt, welches einen regulatorischen Eingriff rechtfertigt. Durch die Erweiterung des Tatbestands und des Tatobjekts wird die Eignung dieses Eingriffs sichergestellt. Auch die neue Zuständigkeit der Bundesanwaltschaft und des Bundesstrafgerichts ist im Hinblick auf die Voraussetzung der klaren Zuständigkeiten und des klaren Verfahrens zu begrüssen. Zur Sicherstellung eines effizienten Verfahrens bedarf es jedoch einer verstärkten Zusammenarbeit zwischen Börse und Bundesanwaltschaft. Die Zwischenschaltung der FINMA verlängert das Verfahren hingegen unnötig.

2. Kursmanipulation und Marktmissbrauch

2.1 Die Änderungen im Überblick

2.1.1 Kursmanipulation

Der zweite Bereich der Revision betrifft die Kursmanipulation. Der im geltenden Art. 161^{bis} StGB geregelte Tatbestand soll gemäss der Vorlage – wie der Insiderhandel – neu ins BEHG überführt werden.⁵² Änderungen sieht der Entwurf im Hinblick auf das Verfahren vor: Analog zu den Vorschlägen zum Insiderhandel soll die Verfolgung der Bundesanwaltschaft und die Beurteilung dem Bundesstrafgericht übertragen werden.⁵³ Wie beim Insiderhandel soll neu ein qualifizierter, als Verbrechen ausgestalteter Tatbestand eingeführt werden.⁵⁴

⁴⁶ Vgl. Art. 6 Abs. 1 BEHG; *Daniela Koenig*, Das Verbot von Insiderhandel, Zürich 2006, N 247.

⁴⁷ *Koenig* (Fn. 46), 247; *Rolf Watter/Urs Kägi*, Basler Kommentar BEHG, Basel 2011, Art. 6 N 55 f.

⁴⁸ Vgl. Art. 6 Abs. 2 BEHG.

⁴⁹ *Koenig* (Fn. 46), 243 m.w.H.

⁵⁰ Vgl. Botschaft (Fn. 4), 6887.

⁵¹ Als Modell könnte hier das Verfahren dienen, das Polizei und Strafverfolgungsbehörden für Straftaten im Zusammenhang mit Demonstrationen oder Grossveranstaltungen entwickelt haben. Beispielsweise ist bei Risikospielen des FC St. Gallen ein Staatsanwalt im Stadion präsent. Unter Einhaltung der rechtsstaatlichen Verfahrensgarantien können Straftaten effizient geahndet werden, vgl. dazu *Neue Zürcher Zeitung*, Im Schnellverfahren gegen Hooligans, 9. Juli 2009, 15.

⁵² Vgl. Art. 40a E-BEHG; Botschaft (Fn. 4), 6886.

⁵³ Vgl. Art. 44 E-BEHG. Begründet wird die Neuordnung der Zuständigkeit mit der Bündelung von Know-how sowie der Vermeidung von Doppelspurigkeiten, vgl. Botschaft (Fn. 4), 6887.

⁵⁴ Vgl. Art. 40a Abs. 2 E-BEHG.

2.1.2 Marktmanipulation

Gemäss der Auffassung des Bundesrates ist das geltende strafrechtliche Verbot der Kursmanipulation zu eng definiert: Erfasst werden nach geltendem Recht nur sogenannte unechte Transaktionen – also Scheingeschäfte –, nicht dagegen echte Transaktionen mit manipulatorischem Hintergrund.⁵⁵ Gegenüber den Beaufsichtigten, also Banken und Effekthändlern, kann die FINMA schon heute echte Transaktionen mit manipulatorischem Hintergrund aufsichtsrechtlich sanktionieren.⁵⁶ Dieser aufsichtsrechtliche Ansatz soll nun auf sonst nicht beaufsichtigte Marktteilnehmer erweitert werden. Heute Nichtbeaufsichtigte würden so neu zu Teilbeaufsichtigten.

Die Vorlage sieht ein aufsichtsrechtliches Verbot sämtlicher Scheingeschäfte und echter Transaktionen mit manipulatorischem Charakter für Nichtbeaufsichtigte vor.⁵⁷ Der Bundesrat soll Vorschriften über zulässige Verhaltensweisen erlassen.⁵⁸ Im Gegensatz zur Vorlage des Bundesrates empfahl die Expertenkommission in ihrem Bericht, lediglich einzelne, gesetzlich abschliessend aufgezählte Transaktionen aufsichtsrechtlich zu verbieten.⁵⁹

Als Sanktionen sollen der FINMA gegenüber Nichtbeaufsichtigten im Bereich des Marktmissbrauchs – wie auch bei der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen, dem Insiderverbot und der Kursmanipulation – die Feststellungsverfügung, deren Veröffentlichung unter der Angabe von Personendaten und die Gewinneinziehung zur Verfügung gestellt werden.⁶⁰ Sämtliche Marktteilnehmer, gegen die ein Verfahren eröffnet wurde, sollen zudem gegenüber

der FINMA der Auskunftspflicht und der Editionsspflicht unterliegen.⁶¹

2.2 Bewertung der Änderungen

Der von der Expertenkommission empfohlene abschliessende Katalog verbotener marktmissbräuchlicher Verhaltensweisen ist einem generellen Verbot sämtlicher manipulatorischer Transaktionen klar vorzuziehen. Dies insbesondere im Hinblick auf die Voraussetzungen der *Eignung*, der *Erforderlichkeit* sowie der *Klarheit und Bestimmtheit der Norm*.

Ein allgemeines Gebot des lautereren Verhaltens am Markt lässt sich, so erstrebenswert es abstrakt erscheinen mag, nicht flächendeckend und konsequent gegenüber allen, also auch gegenüber den nichtregulierten Marktteilnehmern, durchsetzen. Die FINMA hat weder die Ressourcen noch den Zugang, um das Geschäftsgebaren von Nichtbeaufsichtigten flächendeckend und losgelöst von Verdachtsmomenten zu prüfen, wie sie dies bei Beaufsichtigten direkt oder über die Revisionsstelle jederzeit tun kann. Sie hat auch keine formellen Kommunikationskanäle zu den Nichtbeaufsichtigten, die es ihr ermöglichen würden, ihre Praxis bindend weiterzuentwickeln. Indem er das Kriterium der *Eignung* nicht erfüllt, erweckt der Entwurf des Bundesrates Erwartungen, die er nicht halten kann.

Kommt hinzu, dass die offene Formulierung des Art. 33f Abs. 1 lit. b E-BEHG hochgradig unbestimmt ist: «Unzulässig handelt, wer Geschäfte oder Kauf- oder Verkaufsaufträge tätigt, von denen er weiss oder wissen muss, dass sie falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Kurs von Effekten geben, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zu gelassen sind.»⁶² Jede Börsentransaktion beeinflusst den Preis der gehandelten Effekten. Professionelle Anleger müssen deshalb die Marktreaktion auf ihre Aufträge in ihre Handelsstrategie mit einbeziehen. So ist es völlig legitim, dass ein Anleger beispielsweise eine Verkaufsauftrag so stückelt, dass er den Preis nicht unnötig drückt. Selbstverständlich verdeckt er damit die Tatsache, dass ein grösserer

⁵⁵ Botschaft (Fn. 4), 6881. Vgl. dazu auch den Bericht der Expertenkommission (Fn. 1), 62.

⁵⁶ Vgl. das sich auf Art. 10 Abs. 2 lit. d sowie Art. 11 BEHG stützende FINMA-Rundschreiben 08/38 Marktverhaltensregeln.

⁵⁷ Vom Verbot erfasst werden sollen insbesondere die bewusste Verursachung eines Überhangs an Verkaufs- oder Kaufaufträgen zur Liquiditäts- und Preisverzerrung («Ramping», «Camping», «Pegging»), der Aufbau von grossen Positionen mit der Absicht, den Markt zu verengen («Squeeze», «Corner»), sowie das Platzieren von Scheingeschäften für grosse Blöcke in Handelssystemen in der Absicht, diese umgehend wieder zu löschen («Spoofing»), Botschaft (Fn. 4), 6903.

⁵⁸ Vgl. Art. 33f Abs. 2 E-BEHG.

⁵⁹ Vgl. Bericht der Expertenkommission (Fn. 1), 62 ff.

⁶⁰ Vgl. Art. 34 E-BEHG.

⁶¹ Vgl. Art. 34 E-BEHG.

⁶² Die Vernehmlassungsvorlage sah eine noch unbestimmtere Norm vor: «Unzulässig handelt, wer in der Absicht, Marktteilnehmer zu täuschen, Transaktionen vornimmt», vgl. Art. 33g VE-BEHG sowie den Erläuternden Bericht (Fn. 2), 32.

Block verkauft wird. Hat er damit wissentlich falsche Signale für das Angebot von Effekten gegeben? In ihrer offenen Formulierung greift die Regelung übermässig in die Wirtschaftsfreiheit der Marktteilnehmer ein. Das Kriterium der *Erforderlichkeit* verlangt jedoch, dass der Staat eine effiziente Ressourcenallokation durch den Markt mit möglichst geringen Eingriffen in die Wirtschaftsfreiheit erreicht. Es ist die mildeste wirksame Massnahme zur Aufrechterhaltung der Effizienz des Marktes zu wählen. Das formalgesetzliche Verbot der Marktmanipulation verletzt diese Anforderung dadurch, dass es infolge seiner offenen Formulierung bewusst auch legitime Transaktionen untersagt.⁶³ Dass der Bundesrat in einem zweiten Schritt dieses übermässige Verbot mittels Vorschriften über einzelne zulässige Verhaltensweisen wieder einschränken soll, ändert daran nichts. Denn damit werden nur die wichtigsten zulässigen Verhaltensweisen vom Verbot ausgenommen.⁶⁴

Darüber hinaus weist die offene Formulierung der vorgesehenen Norm nicht die *Klarheit und Bestimmtheit* auf, die erforderlich sind, um das Verhalten der Regulierten effizient zu steuern. Sie schafft vielmehr Unsicherheit, da für die Marktteilnehmer unklar ist, welches Verhalten unzulässig ist und welche Transaktionen getätigt werden dürfen.⁶⁵

Das Legalitätsprinzip verlangt, dass ein Rechtsatz so präzise formuliert ist, «dass der Bürger sein Verhalten danach richten und die Folgen eines bestimmten Verhaltens mit einem den Umständen entsprechenden Grad an Gewissheit erkennen kann».⁶⁶ Schwerwiegende Einschränkungen von Grundrechten – vorliegend der Wirtschaftsfreiheit – bedürfen einer formalgesetzlichen Grundlage.⁶⁷ Selbst im

Falle einer gültigen Delegation müssten zumindest die wichtigsten Regelungen im Gesetz im formellen Sinn selbst umschrieben sein.⁶⁸ Beide Voraussetzungen werden vom Entwurf des Bundesrates nicht erfüllt.

Demgegenüber würde ein begrenztes Verbot gesetzlich abschliessend genannter Tatbestände – wie es von der Expertenkommission vorgeschlagen wurde – den Anforderungen der *Eignung* und *Erforderlichkeit* eines Eingriffes besser gerecht und aufgrund der grösseren Regulierungsbestimmtheit auf Gesetzesstufe zu grösserer Rechtssicherheit führen.

Unabhängig von der Frage, ob alle echten Transaktionen mit manipulatorischem Hintergrund oder lediglich ein gesetzlich abschliessender Katalog von Transaktionen verboten werden sollen, sind die vorgeschlagenen Sanktionsmittel im Hinblick auf die Kriterien der *klaren Zuständigkeiten* und des *klaren Verfahrens* problematisch. Das Konzept von aufsichtsrechtlichen Sanktionen gegenüber Nichtbeaufsichtigten zeigt alle Merkmale eines juristischen Maultiers.⁶⁹ Inhaltlich muss das Verbot der Marktmanipulation zudem dem (Neben-)Strafrecht zugeordnet werden: Liegt eine sanktionswürdige Marktmanipulation vor, so sollte diese konsequenterweise mittels Busse in einem strafrechtlichen Verfahren und nicht mittels der Veröffentlichung einer Feststellungsverfügung geahndet werden. Die Verfolgung ist der Bundesanwaltschaft und dem Bundesstrafgericht zu übertragen.⁷⁰

Der erläuternde Bericht zur Vernehmlassungsvorlage begründet die aufsichtsrechtliche Sanktionierung verbotener Transaktionen mittels der Veröffentlichung von Feststellungsverfügungen und der Gewinneinziehung damit, dass die Beweisanforderungen im Aufsichtsrecht weniger hoch sind, auf die subjektiven Tatbestandsmerkmale ganz oder teilweise verzichtet werden kann und dadurch Beweisschwierigkeiten reduziert werden.⁷¹ Gemäss der Botschaft setzt das aufsichtsrechtliche Verbot im Unterschied zum Strafrecht – da es nicht der Ver-

⁶³ Vgl. Botschaft (Fn. 4), 6888: «Damit die Verbote nicht zu weit greifen, wird der Bundesrat Vorschriften über zulässige Verhaltensweisen erlassen.»

⁶⁴ Botschaft (Fn. 4), 6903.

⁶⁵ Vgl. zum Kriterium der Klarheit und Bestimmtheit vorne II.3.1.

⁶⁶ BGE 117 Ia 472 Erw. 3d; *Ulrich Häfelin/Walter Haller/Helen Keller*, Schweizerisches Bundesstaatsrecht, 7. Aufl., Zürich 2008, § 9 N 308 f.

⁶⁷ Vgl. Art. 36 Abs. 1 sowie Art. 164 Abs. 1 lit. b BV; *Häfelin/Haller/Keller* (Fn. 66), § 9 N 310; *Ulrich Häfelin/Georg Müller/Felix Uhlmann*, Allgemeines Verwaltungsrecht, 6. Aufl., Zürich 2010, § 7 N 393 ff. Vgl. dazu auch den Bericht des Eidgenössischen Finanzdepartements über die Vernehmlassungsergebnisse zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch), September 2010, 15.

⁶⁸ *Häfelin/Müller/Uhlmann* (Fn. 67), § 7 N 407.

⁶⁹ Zum Begriff des juristischen Maultiers vgl. *Victor Emil Scherer*, Die Gesellschaft mit beschränkter Haftung, in: Basler Handelskammer, Sieben Vorträge über das neue OR, Basel 1937, 100.

⁷⁰ So auch eine Minderheitsmeinung in der Expertenkommission, vgl. den Bericht der Expertenkommission (Fn. 1), 77.

⁷¹ Erläuternder Bericht (Fn. 2), 16.

geltung eines Fehlverhaltens diene – keinen Vermögensvorteil, keine Bereicherungsabsicht und kein subjektives Verschulden voraus.⁷² Diese Ausführungen offenbaren Motive, welche eines Rechtsstaates unwürdig sind: Der Staat soll auf die dem mittelalterlichen Pranger entsprechende Sanktion des «Naming and Shaming» zurückgreifen, um Transaktionen zu sanktionieren, deren Strafbarkeit er in einem ordentlichen Verfahren noch nicht nachgewiesen hat. Das aufsichtsrechtliche Verbot führt so zu einer Grauzone verbotener Transaktionen, in welcher die prozessualen Rechte der Marktteilnehmer nicht ausreichend geschützt werden.⁷³ Die Veröffentlichung einer Feststellungsverfügung ist ein schwerwiegender Eingriff in die Rechtsstellung des Betroffenen und hat den Charakter einer Nebenstrafe. Nicht die Wiederherstellung bzw. Aufrechterhaltung des ordnungsgemässen Zustandes, sondern die Sanktionierung von Fehlverhalten steht bei Erlass und Publikation einer Feststellungsverfügung im Vordergrund. Dementsprechend hat das Verfahren den Anforderungen der EMRK zu genügen und kann nicht als «Justiz light» ausgestaltet sein.

Im Ergebnis ist festzustellen, dass eher wenige, für die Effizienz des Marktes besonders schädliche Verhaltensweisen verboten werden sollten. Die Durchsetzung dieser Normen muss in einem strafrechtlichen Verfahren durch die Bundesanwaltschaft erfolgen. Für Feststellungsverfügungen bleibt bei der Sanktionierung von Fehlverhalten kein Raum.

3. Offenlegung von Beteiligungen

Die Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen wird gemäss dem Entwurf im Hinblick auf die Sanktionierung einer Verletzung, den Anwendungsbereich und die Zuständigkeit der Behörden geändert.

3.1 Die Änderungen im Überblick

3.1.1 Materielle Änderungen

Gegen eine Person, welche die Meldepflicht verletzt hat, oder gegen mit dieser Person in gemeinsamer Absprache handelnde Personen, soll die FINMA zusätzlich zur Stimmrechtssuspendierung neu auch ein Zukaufsverbot verfügen können.⁷⁴ Sowohl die Stimmrechtssuspendierung als auch das Zukaufsverbot sollen jedoch neu ausschliesslich als vorsorgliche Massnahmen ausgestaltet sein. Sie sollen demnach nur noch bis zur Klärung oder Erfüllung der Meldepflicht erfolgen.⁷⁵ Daneben soll der Anwendungsbereich der Norm erweitert werden: Neu gilt die Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen nach Art. 20 BEHG auch für Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere in der Schweiz hauptnotiert sind. Die maximalen Bussenbeträge bei einer Verletzung der Meldepflicht sollen begrenzt werden: Die vorsätzliche Meldepflichtverletzung soll mit bis zu CHF 10 Millionen, die fahrlässige Meldepflichtverletzung unverändert mit bis zu CHF 1 Million bestraft werden können.⁷⁶ Das geltende Recht sieht für die vorsätzliche Begehung eine Maximalbusse in Höhe des zweifachen Kauf- oder Verkaufspreises vor.⁷⁷

3.1.2 Formelle Änderungen

Bezüglich der Zuständigkeit soll die Stimmrechtssuspendierung neu von der FINMA und nicht mehr vom Zivilrichter angeordnet werden können.⁷⁸ Entgegen der Empfehlung der Expertenkommission und der Vernehmlassungsvorlage verbleibt die strafrechtliche Verfolgung und Beurteilung einer Verletzung der Meldepflicht beim EFD.⁷⁹ Der Bericht der Expertenkommission und die Vernehmlassungsvorlage sahen vor, die strafrechtliche Verfolgung und Beurteilung einer Verletzung der Meldepflicht künftig – wie auch beim Insiderhandel und der Kursmani-

⁷² Botschaft (Fn. 4), 6888.

⁷³ Vgl. Bericht der Expertenkommission (Fn. 1), 77. Gemäss der Vorlage sollen nur rechtskräftige Feststellungsverfügungen der FINMA veröffentlicht werden können (vgl. Art. 34 E-BEHG i.V.m. Art. 34 FINMAG). Eine Publikation ist somit erst nach einer allfälligen Überprüfung durch das Bundesverwaltungsgericht und das Bundesgericht möglich. Das verwaltungsrechtliche Verfahren gewährleistet jedoch nicht die Verfahrensgarantien des strafrechtlichen Verfahrens, und die Beweisanforderungen sind geringer.

⁷⁴ Vgl. Art. 34b lit. b E-BEHG.

⁷⁵ Vgl. Art. 34b E-BEHG; Botschaft (Fn. 4), 6889.

⁷⁶ Die Vernehmlassungsvorlage sah eine Anpassung der Bussenbeträge an die allgemeinen Bussenbeträge des Börsengesetzes vor: Die vorsätzliche Meldepflichtverletzung wäre demnach mit einer Busse von bis zu CHF 500 000, die fahrlässige Meldepflichtverletzung mit einer solchen von bis zu CHF 150 000 bestraft worden.

⁷⁷ Vgl. Art. 41 Abs. 2 BEHG.

⁷⁸ Vgl. Art. 34b E-BEHG.

⁷⁹ Vgl. Botschaft (Fn. 4), 6887.

pulation – der Bundesanwaltschaft und dem Bundesstrafgericht zu übertragen.⁸⁰

Schliesslich sieht der Entwurf vor, dass die FINMA auch gegenüber Nichtbeaufsichtigten im Bereich des Offenlegungsrechts – wie auch bei Insiderhandel, Marktmanipulation und Marktmissbrauch – ein Verfahren eröffnen und Sanktionen anordnen kann.⁸¹ Explizit soll die Möglichkeit des Erlasses einer Feststellungsverfügung, der Veröffentlichung der Verfügung unter Angabe von Personendaten und die Gewinneinziehung gesetzlich verankert werden. Sämtliche Marktteilnehmer, gegen die ein Verfahren eröffnet wurde, sollen zudem gegenüber der FINMA alle für die Durchführung des Verfahrens erforderlichen Auskünfte erteilen und Unterlagen herausgeben müssen.

3.2 Bewertung der Änderungen

Die Begrenzung des maximalen Bussenbetrages bei der vorsätzlichen Verletzung der Meldepflicht ist zu begrüssen. Denn wie eingangs beim Kriterium des *klaren Verfahrens* formuliert, verschafft sich die Regulierungsbehörde mittels gelegentlicher, drastischer Strafen weder Autorität noch Glaubwürdigkeit unter den Marktteilnehmern.⁸² Werden die Normen jedoch konstant und konsequent durchgesetzt, so bedarf es keiner exemplarischen Härte.

Wie von der Expertenkommission und in der Vernehmlassungsvorlage vorgesehen, sollte die strafrechtliche Verfolgung von Meldepflichtverletzungen jedoch der Bundesanwaltschaft übertragen werden. Sieht ein Eingriff strafrechtliche Sanktionen vor, so müssen anklagende und richtende Behörde voneinander getrennt sein.⁸³ Eine fehlende Trennung kann den Anschein der Voreingenommenheit erwecken. Denn es ist in der Tat schwer vorstellbar, dass Personen, die monatelang eine Untersuchung geführt und Beweise gesammelt haben, nach Abschluss dieser Untersuchung noch über die notwendige Unabhängigkeit und den erforderlichen Abstand verfügen, objektiv zu entscheiden. Die Trennung zwischen anklagen-

der und richtender Behörde fördert die Qualität der Verfahren. Dank einer klaren Rollenverteilung kann sich die anklagende Behörde auf die Strafverfolgung konzentrieren. Sie wird bereits Anklage vor der richtenden Behörde erheben, wenn sich im Rahmen der Ermittlung ein hinreichender Tatverdacht (>50%) ergibt. Hingegen ist die richtende Behörde unabhängig und unparteiisch. Sie bewertet, was anklagende Behörde und Angeklagter vorbringen und verurteilt Letzteren nur, wenn keine vernünftigen Zweifel mehr bestehen, dass der Angeklagte die Tat begangen hat. Ergeben sich im Verfahren vor der richtenden Behörde Zweifel, so kann ein Freispruch des Angeklagten ergehen, ohne dass der anklagenden Behörde ein zu aggressives Vorgehen vorgeworfen werden kann. Schliesslich ist es ihre Aufgabe, Anklage zu erheben, sobald ein hinreichender Tatverdacht besteht. Mittels der publizierten Entscheide der urteilenden Instanz entsteht so eine Praxis, welche zu einer grösseren Vorausssehbarkeit und damit Rechtssicherheit für die Marktteilnehmer führt.

Auch die in der Vorlage des Bundesrates vorgesehene Zuständigkeit der FINMA zur vorläufigen Stimmrechtssuspendierung ist unter dem Blickwinkel der *klaren Zuständigkeiten* kritisch zu betrachten.⁸⁴ Die Stimmrechtssuspendierung ist strafrechtlicher Natur.⁸⁵ Für diese Qualifikation sprechen mehrere Gründe: Einerseits ergibt sie sich aus der Schwere der Sanktion: Es handelt sich um einen massiven Eingriff in die Aktionärs- und Eigentumsrechte. Zudem knüpft die Stimmrechtssuspendierung an ein strafbares Verhalten an, welches mit Busse sanktioniert wird. Für die strafrechtliche Qualifikation spricht schliesslich die Funktion der Stimmrechtssuspendierung: Sie bezweckt die indirekte Verhaltenssteuerung meldepflichtiger Personen und soll davor abschrecken, die Offenlegungspflicht zu verletzen. Entgegen der Auffassung des Bundesrates handelt es sich nicht um eine zukunftsgerichtete, auf die Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustandes gerichtete Massnahme, sondern um die Sanktionierung eines

⁸⁰ Vgl. Erläuternder Bericht (Fn. 2), 20; Bericht der Expertenkommission (Fn. 1), 87.

⁸¹ Vgl. Art. 34 E-BEHG.

⁸² Vgl. vorne II.3.3.

⁸³ Vgl. Art. 6 Abs. 1 EMRK; *Iffland* (Fn. 31), 131; vgl. auch zum Wettbewerbsrecht *Luzius Wildhaber*, EMRK, Wettbewerbsrecht und Verwaltungsstrafen, Jusletter, 4. Juli 2011, 7 ff.

⁸⁴ Bezüglich der Kompetenz der FINMA, aufsichtsrechtliche Sanktionen gegenüber bis anhin Nichtbeaufsichtigten zu erlassen, vgl. die Ausführungen zur Marktmanipulation, vorne III.2.2.

⁸⁵ *Nina Reiser/Hans Caspar von der Crone*, Stimmrechtssuspendierung nach Art. 20 Abs. 4^{bis} BEHG – Strafrechtliche Rechtsnatur mit verfahrensrechtlichen Konsequenzen, SZW 2009, 513 ff.

verpönten Verhaltens.⁸⁶ All diese Gründe sprechen dafür, die Stimmrechtssuspendierung dem Nebenstrafrecht zuzuordnen. Die bisherige Kompetenz des Zivilrichters und die Tatsache, dass die Stimmrechtssuspendierung systematisch nicht im 9. Abschnitt des BEHG, in dem die Strafbestimmungen aufgeführt sind, verankert ist, ist als gesetzgeberisches Versehen zu betrachten.⁸⁷ Diese strafrechtliche Qualifikation ist auch im Hinblick auf die EMRK gültig: Die Stimmrechtssuspendierung ist als strafrechtliche Anklage im Sinne von Art. 6 Abs. 1 EMRK zu qualifizieren.⁸⁸ Die strafrechtliche Natur der Stimmrechtssuspendierung hat grosse Bedeutung für das Verfahren: Dieses muss den Vorgaben des Art. 6 EMRK Genüge tun. Gemäss der in Art. 6 Abs. 2 EMRK verankerten Unschuldsvermutung müsste im Verfahren vor der FINMA insbesondere sichergestellt werden, dass der Angeklagte keinem Zwang unterliegt, sich selbst zu belasten, und er über seine Rechte vor der ersten Einvernahme informiert wird.⁸⁹

Der Entwurf überträgt der FINMA in der Frage der Stimmrechtssuspendierung Untersuchungs- und Entscheidungskompetenz. Dies verletzt das Erfordernis einer *klaren Zuständigkeit*. Denn wie einleitend festgehalten, sollten im strafrechtlichen Verfahren Untersuchungs- und Entscheidungskompetenz getrennt werden. Eine fehlende Trennung von Untersuchung und Beurteilung führt zu einem intransparenten Verfahren. Dies wäre eine Quelle von Misstrauen und geringer Akzeptanz bei den Adressaten.⁹⁰

Die Stimmrechtssuspendierung bzw. das Zukaufsverbot sollen als vorsorgliche Massnahmen bis zur Klärung und gegebenenfalls bis zur Erfüllung der Meldepflicht durch die betroffene Person angeordnet werden. Eine vorläufige Stimmrechtssuspendierung ist mit Blick auf die Kriterien der *klaren Zuständigkeiten* und der *klaren Verfahren* abzulehnen: Zum einen ist die Ausgestaltung der Stimmrechtssuspendierung als vorsorgliche Massnahme aufgrund ihrer strafrechtlichen Natur unzulässig. Das Erfordernis eines blossen Vorliegens hinreichender Anhaltspunkte für eine Meldepflicht ist mit der Schwere der Sanktion

und der Unschuldsvermutung nicht vereinbar. Zum anderen muss Bedenken erwecken, dass die FINMA Stimmrechte vorläufig, nicht aber definitiv suspendieren können soll. Zweck einer vorläufigen Massnahme kann jedoch nur die Sicherung der Durchsetzung des späteren Hauptsachenentscheides sein. Durch die vorläufige Stimmrechtssuspendierung wird aber weder die Durchsetzung der Gewinneinziehung noch der Feststellungsverfügung gesichert. Die vorläufige Massnahme steht in keinem Verhältnis zu den definitiven Massnahmen. Es ist nicht ersichtlich, weshalb der Betroffene bis zum Abschluss des Verwaltungsverfahrens durch die FINMA nicht stimmen können sollte. Schliesslich muss die vorläufige Stimmrechtssuspendierung unverhältnismässig erscheinen: Denn in der Botschaft führt der Bundesrat aus, die FINMA solle nicht definitiv Stimmrechte suspendieren, sondern lediglich Feststellungsverfügungen erlassen und Gewinne einziehen können. Begründet wird dies damit, dass die definitive Stimmrechtssuspendierung im Vergleich zum weiteren Aufsichtsinstrumentarium als «unverhältnismässig» erscheine.⁹¹ Muss bereits die Anordnung einer Stimmrechtssuspendierung nach Durchführung eines Verwaltungsverfahrens als unverhältnismässig qualifiziert werden, so muss diese als vorsorgliche Massnahme umso mehr ausscheiden. Dass eine Sanktion wegen Vorliegens hinreichender Anhaltspunkte ergriffen werden kann, welche im Falle der rechtskräftigen Feststellung der Meldepflichtverletzung zu Recht als unverhältnismässig erscheint, ist unhaltbar. So könnte die FINMA mittels einer vorläufigen Massnahme einen schwerwiegenderen Eingriff in die Rechtsstellung des Betroffenen als mit den ihr zur Verfügung stehenden endgültigen Sanktionen bewirken.

IV. Fazit

Regulierung greift in die Wirtschaftsfreiheit ein. Ein solcher Eingriff ist nur gerechtfertigt, wenn er zur Schaffung oder Aufrechterhaltung eines effizienten Marktes erforderlich ist. Bei der Auswahl der Regulierungsmassnahme muss sichergestellt sein, dass der Eingriff die Funktionsfähigkeit und Effizienz des Marktes gewährleistet (*Eignung*), nicht mehr als erforderlich in die Wirtschaftsfreiheit der Betrof-

⁸⁶ Botschaft (Fn. 4), 6888. *Reiser/von der Crone* (Fn. 85), 513.

⁸⁷ *Reiser/von der Crone* (Fn. 85), 515 ff.

⁸⁸ *Reiser/von der Crone* (Fn. 85), 515 ff.

⁸⁹ *Iffland* (Fn. 31), 126, 138 m.w.H.

⁹⁰ *Iffland* (Fn. 31), 139.

⁹¹ Botschaft (Fn. 4), 6882 f.

fenen eingreift (*Erforderlichkeit*) und der Eingriff mehr Nutzen stiftet, als Kosten verursacht (*Verhältnismässigkeit*). Schliesslich ist bei der Umsetzung der Regulierungsmassnahme von oberster Priorität, dass die Regelung inhaltlich wie sprachlich klar und bestimmt ist, der Vollzug klar geordnet und kompetenten Stellen übertragen wird sowie ein kohärentes und transparentes Verfahren gewährleistet ist.

Im Hinblick auf diese Voraussetzungen der Regulierung ist die im Rahmen der Revision des Börsengesetzes vorgesehene Ausweitung des Kreises möglicher Insider sachgerecht. Auch die neue Zuständigkeit der Bundesanwaltschaft zur Verfolgung des Insiderhandels und der Kursmanipulation ist zu begrüssen: Die für diese komplexen Verfahren notwendige Kompetenz kann so gebündelt werden. Zur Sicherstellung eines effizienten Verfahrens bedarf es

jedoch einer verstärkten Zusammenarbeit zwischen Börse und Bundesanwaltschaft; die Zwischenschaltung der FINMA ist ineffizient. Beim Verbot der Marktmanipulation ist einem klaren, abschliessenden Katalog verbotener Tatbestände der Vorrang zu geben. Marktmissbräuche sind zudem nach den Regeln des Strafrechts – nicht des Aufsichtsrechts – zu verfolgen und zu bestrafen. Die «Rückführung» der Bussenhöhe bei Meldepflichtverletzungen ist zu begrüssen. Die Ausgestaltung der Stimmrechtssuspendierung als vorsorgliche Massnahme und die Übertragung der Kompetenz zur Stimmrechtssuspendierung auf die FINMA sind hingegen abzulehnen: Das Erfordernis eines blossen Vorliegens hinreichender Anhaltspunkte für eine Meldepflichtverletzung ist mit der Schwere der Sanktion und der Unschuldsvermutung nicht vereinbar.