

11.050

**Botschaft  
zur Änderung des Börsengesetzes  
(Börsendelikte und Marktmissbrauch)**

vom 31. August 2011

---

Sehr geehrter Herr Nationalratspräsident  
Sehr geehrter Herr Ständeratspräsident  
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir unterbreiten Ihnen, mit dem Antrag auf Zustimmung, den Entwurf zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch).

Gleichzeitig beantragen wir Ihnen, folgenden parlamentarischen Vorstoss abzuschreiben:

2006 M 06.3426 Totalrevision des Insiderstrafrechts  
(S 6.3.08, Wiki; N 13.3.08)

Wir versichern Sie, sehr geehrter Herr Nationalratspräsident, sehr geehrter Herr Ständeratspräsident, sehr geehrte Damen und Herren, unserer vorzüglichen Hochachtung.

31. August 2011

Im Namen des Schweizerischen Bundesrates

Die Bundespräsidentin: Micheline Calmy-Rey

Die Bundeskanzlerin: Corina Casanova

---

## Übersicht

*Mit der Vorlage werden sowohl im Bereich des Strafrechts als auch im Bereich des Aufsichtsrechts Normen geschaffen, die marktmissbräuchliches Verhalten effizient sanktionieren und internationalen Regelungen Rechnung tragen. Dadurch sollen die Integrität und die Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Finanzplatzes gestärkt werden.*

### Ausgangslage

*Die geltenden Bestimmungen zur Bekämpfung von marktmissbräuchlichen Verhaltensweisen sind teilweise unzureichend. Auf Ebene des Strafrechts ist insbesondere der Straftatbestand des Insiderhandels zu bemängeln. Er ist unpräzise und im Vergleich zum europäischen Recht zu eng gefasst. Zudem ist die heutige Regelung zur Berechnung der Busse bei Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen aus rechtsstaatlichen Gründen problematisch. Auf Ebene des Aufsichtsrechts ist insbesondere zu beanstanden, dass in der Schweiz im Unterschied zur EU Insiderhandel und Marktmanipulation nicht für sämtliche Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer verboten sind. Die erkannten Mängel beeinträchtigen nicht nur den Schutz der einzelnen Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer, sondern auch die Integrität und damit die Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Finanzplatzes. Die Vorlage schlägt daher verschiedene Massnahmen vor, um die bestehenden Mängel zu beheben.*

### Inhalt der Vorlage

*Auf strafrechtlicher Ebene wird der Tatbestand des Insiderhandels ausgedehnt und präzisiert. Derjenige der Kursmanipulation wird im Wesentlichen beibehalten. Beide Straftatbestände werden vom Strafgesetzbuch ins Börsengesetz überführt. In Erfüllung der GAFI-Empfehlungen und um die Unterzeichnung des Übereinkommens des Europarats vom 16. Mai 2005 über Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung sowie Ermittlung, Beschlagnahme und Einziehung von Erträgen aus Straftaten zu ermöglichen, werden qualifizierte, als Verbrechen ausgestaltete Straftatbestände des Insiderhandels und der Kursmanipulation geschaffen. Die Höchstbussen bei vorsätzlicher Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen wird neu auf 10 Millionen Franken festgesetzt und auf die vorsätzliche Nichtbefolgung einer rechtskräftig festgestellten Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots ausgedehnt.*

*Insiderhandel und Marktmanipulation werden neu aufsichtsrechtlich für sämtliche Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer verboten. Das Verbot der Marktmanipulation umfasst dabei neben Scheingeschäften auch sämtliche echten Transaktionen mit manipulatorischem Charakter. Zur Durchsetzung der genannten Verbote und der Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen kann die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) nicht nur gegenüber den Beaufsichtigten, sondern neu auch gegenüber den übrigen Marktteilnehmerinnen und -teilnehmern die Aufsichtsinstrumente der Auskunftspflicht, der Feststellungsverfügung, der Veröffentlichung der aufsichtsrechtlichen Verfügung sowie der Einziehung des Gewinns einset-*

---

zen. Zusätzlich wird der FINMA die Möglichkeit eingeräumt, bei hinreichenden Anhaltspunkten für eine Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen als vorsorgliche Massnahmen eine Stimmrechtssuspendierung und ein Zukaufsverbot auszusprechen.

Der Anwendungsbereich der Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen und über öffentliche Kaufangebote wird ausgedehnt auf Beteiligungen an Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz hauptnotiert sind. Im Übernahmewesen wird zudem nebst kleineren Anpassungen im Bereich der Verfahrensvorschriften die Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie abgeschafft. Ferner wird auch der Übernahmekommission die Kompetenz eingeräumt, bei hinreichenden Anhaltspunkten für eine Missachtung der Angebotspflicht als vorsorgliche Massnahmen eine Stimmrechtssuspendierung und ein Zukaufsverbot auszusprechen.

# Inhaltsverzeichnis

<b>Übersicht</b>	<b>6874</b>
<b>1 Grundzüge der Vorlage</b>	<b>6878</b>
1.1 Heutige Rechtslage	6878
1.1.1 Grundsätzliches	6878
1.1.2 Strafrecht	6878
1.1.3 Aufsichtsrecht	6878
1.1.4 Verfahrenskoordination	6879
1.2 Mängel im heutigen Recht	6880
1.2.1 Strafrecht	6880
1.2.1.1 Insiderhandel	6880
1.2.1.2 Kursmanipulation	6881
1.2.1.3 Zuständigkeit zur Strafverfolgung	6881
1.2.1.4 Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen	6881
1.2.1.5 Verletzung der Angebotspflicht	6881
1.2.2 Aufsichtsrecht	6882
1.2.2.1 Fehlende aufsichtsrechtliche Verbote von Insiderhandel und Marktmanipulation	6882
1.2.2.2 Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen	6882
1.2.2.3 Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote	6883
1.2.2.3.1 Kontrollprämie	6883
1.2.2.3.2 Anwendungsbereich	6884
1.2.2.3.3 Verfahrensregeln	6884
1.3 Neuregelung	6885
1.3.1 Strafrecht	6885
1.3.1.1 Insiderhandel	6885
1.3.1.2 Kursmanipulation	6886
1.3.1.3 Überführung des Insiderverbots und der Kursmanipulation ins Börsengesetz	6886
1.3.1.4 Zuständigkeit zur Strafverfolgung	6887
1.3.1.5 Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen	6887
1.3.1.6 Verletzung der Angebotspflicht	6888
1.3.2 Aufsichtsrecht	6888
1.3.2.1 Aufsichtsrechtliche Verbote von Insiderhandel und Marktmanipulation	6888
1.3.2.2 Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen	6889
1.3.2.3 Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote	6890
1.3.2.3.1 Kontrollprämie	6890
1.3.2.3.2 Anwendungsbereich	6891
1.3.2.3.3 Verfahrensregeln	6892
1.4 Ergebnisse des Vorverfahrens	6892
1.4.1 Ausgangslage	6892
1.4.2 Ergebnisse des Vernehmlassungsverfahrens	6893
1.4.3 Anhörung zur Abschaffung der Kontrollprämie	6894

1.4.4 Neuerungen gegenüber dem Vernehmlassungsentwurf	6894
1.5 Rechtsvergleich und Verhältnis zum europäischen Recht	6895
1.5.1 Grundzüge des europäischen Rechts	6895
1.5.2 Verbot des Insiderhandels gemäss MAD	6896
1.5.3 Verbot der Marktmanipulation gemäss MAD	6897
1.5.4 Beurteilung der Vorlage im Vergleich zum europäischen Recht	6898
1.6 Erledigung parlamentarischer Vorstösse	6899
<b>2 Erläuterungen zu den einzelnen Artikeln</b>	<b>6899</b>
2.1 Börsengesetz	6899
2.2 Änderung bisherigen Rechts	6908
<b>3 Auswirkungen</b>	<b>6909</b>
3.1 Auswirkungen auf den Bund	6909
3.2 Auswirkungen auf die Kantone	6909
3.3 Auswirkungen auf die Volkswirtschaft	6910
3.3.1 Ökonomische Bedeutung des Schweizer Finanzplatzes	6910
3.3.2 Notwendigkeit und Möglichkeit staatlichen Handelns	6911
3.3.3 Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft und die Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer	6912
<b>4 Verhältnis zur Legislaturplanung</b>	<b>6912</b>
<b>5 Rechtliche Aspekte</b>	<b>6913</b>
5.1 Verfassungs- und Gesetzeskonformität	6913
5.2 Vereinbarkeit mit internationalen Verpflichtungen der Schweiz	6913
5.3 Delegation von Rechtsetzungsbefugnissen	6913
 <b>Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Entwurf)</b>	 <b>6915</b>

# Botschaft

## **1 Grundzüge der Vorlage**

### **1.1 Heutige Rechtslage**

#### **1.1.1 Grundsätzliches**

Nur ein integrierter Finanzplatz genießt das Vertrauen der Finanzmarktteilnehmerinnen und -teilnehmer, verfügt international über einen guten Ruf und trägt so zu einer positiven Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft bei. Ein wichtiger Beitrag zur Wahrung und zur Förderung der Integrität des Finanzplatzes Schweiz ist die konsequente und den internationalen Regelungen Rechnung tragende Bekämpfung von marktmissbräuchlichen Verhaltensweisen. Zu diesen zählen sämtliche Verhaltensweisen, die die Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts beeinträchtigen.

Der schweizerische Gesetzgeber trägt der volkswirtschaftlichen Bedeutung der Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts dadurch Rechnung, dass marktmissbräuchliche Verhaltensweisen sowohl auf Ebene des Strafrechts als auch des Aufsichtsrechts bekämpft werden. Diese straf- und aufsichtsrechtlichen Bestimmungen werden teilweise durch die Regeln der Selbstregulierung, insbesondere durch diejenigen der Börse und der Schweizerischen Bankiervereinigung, ergänzt.

#### **1.1.2 Strafrecht**

Auf Ebene des Strafrechts bezwecken insbesondere die sogenannten Börsendelikte die Bekämpfung von Marktmissbrauch. Zu diesen zählen die Tatbestände des Ausnützens der Kenntnis einer vertraulichen Tatsache (Insiderhandel; Art. 161 StGB<sup>1</sup>) sowie der Kursmanipulation (Art. 161<sup>bis</sup> StGB).

Die genannten Delikte werden von den zuständigen kantonalen Strafverfolgungsbehörden und Gerichten in Anwendung der Strafprozessordnung vom 5. Oktober 2007<sup>2</sup> (StPO) verfolgt und beurteilt.

#### **1.1.3 Aufsichtsrecht**

Marktmissbräuchliche Verhaltensweisen, die besonders marktschädigend sind, werden sowohl strafrechtlich als auch aufsichtsrechtlich verboten. Daneben werden auf Ebene des Aufsichtsrechts marktmissbräuchliche Verhaltensweisen bekämpft, deren Unrechtsgehalt keine strafrechtliche Sanktionierung rechtfertigt. Aufsichtsrechtliche Bestimmungen finden sich insbesondere im Börsengesetz vom 24. März 1995<sup>3</sup> (BEHG) sowie in den Rundschreiben der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA). Hervorzuheben ist dabei das Rundschreiben 08/38 (Marktverhaltensregeln), mit dem die FINMA für gewisse, von ihr beaufsichtigte Institute marktmissbräuchliche Verhaltensweisen umschrieben hat.

<sup>1</sup> SR 311.0

<sup>2</sup> SR 312.0

<sup>3</sup> SR 954.1

Die Verletzung von Aufsichtsrecht wird in der Regel von der FINMA im Aufsichtsverfahren geahndet. Das Verfahren richtet sich nach den Bestimmungen des Bundesgesetzes vom 20. Dezember 1968<sup>4</sup> über das Verwaltungsverfahren (VwVG). Die FINMA kann dabei gegen Beaufichtigte, das heisst die in Artikel 3 FINMAG genannten Personen und deren Angestellte in leitender Stellung sowie im Effektenhandel tätige Personen, die aufsichtsrechtlichen Massnahmen nach FINMAG und nach Artikel 35a BEHG ergreifen.

Da das Aufsichtsrecht im Unterschied zum Strafrecht nicht auf die Vergeltung eines Fehlverhaltens abzielt, sondern auf den Schutz der Gläubigerinnen und Gläubiger, der Anlegerinnen und Anleger und der Versicherten sowie auf den Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte, setzt die Ergreifung aufsichtsrechtlicher Massnahmen grundsätzlich kein persönliches Verschulden des Betroffenen voraus. Die verschuldete Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen kann aber in bestimmten Fällen strafrechtlich sanktioniert werden, so die Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen nach Artikel 20 (vgl. Art. 41 BEHG).

#### **1.1.4                    Verfahrenskoordination**

Die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen zur Bekämpfung von Marktmissbrauch überschneiden sich häufig mit strafrechtlichen Tatbeständen. Es findet diesfalls voneinander grundsätzlich unabhängig sowohl ein Aufsichts- als auch ein Strafverfahren statt. Damit das Tätigwerden der einen Behörde das Verfahren der anderen nicht erschwert oder gar beeinträchtigt, müssen sie sich koordinieren (Art. 38 Abs. 2 FINMAG). Dies bedeutet, dass die FINMA und die mit der Sache befasste Strafverfolgungsbehörde sich darüber verständigen müssen, welches Verfahren prioritär betrieben werden soll und wann in welchem Verfahren – nach den jeweils für dieses Verfahren geltenden Bestimmungen – welche Verfahrenshandlungen vorgenommen werden.<sup>5</sup>

Das Aufsichtsverfahren bezweckt, erkannte Missstände zu beseitigen und möglichst rasch den ordnungsgemässen Zustand wiederherzustellen. Das Strafverfahren dient dagegen in erster Linie der Vergangenheitsbewältigung. In der Regel wird daher das Aufsichtsverfahren zuerst geführt. Dies rechtfertigt sich auch mit Blick darauf, dass die aufsichtsrechtlichen Tatbestände in der Regel weiter gefasst sind als diejenigen des Strafrechts. Insbesondere bei fortgeschrittener strafrechtlicher Verjährung kann es jedoch sinnvoll sein, das Strafverfahren und das Aufsichtsverfahren gleichzeitig zu führen oder zumindest bestimmte strafrechtliche Beweissicherungsmassnahmen vorzuziehen.

<sup>4</sup> SR 172.021

<sup>5</sup> Vgl. Schwob Renate/Wohlers Wolfgang, in: Watter Rolf/Vogt Nedim Peter (Hrsg.), Basler Kommentar zum Börsengesetz und zum Finanzmarktaufsichtsgesetz, 2. Aufl., Basel 2011, N. 5 f. zu Art. 38 FINMAG.

## 1.2 Mängel im heutigen Recht

### 1.2.1 Strafrecht

#### 1.2.1.1 Insiderhandel

Der geltende Insiderstraftatbestand (Art. 161 StGB) ist insbesondere aufgrund folgender Punkte zu bemängeln:

- *Täterkreis*: Insider im Sinne von Artikel 161 Ziffer 1 StGB kann nur sein, wer Mitglied des Verwaltungsrats, der Geschäftsleitung, der Revisionsstelle, Beauftragter einer Aktiengesellschaft oder einer sie beherrschenden oder von ihr abhängigen Gesellschaft, Mitglied einer Börse, Beamte oder Beamter oder Hilfsperson einer der vorgenannten Personen ist. Aktionäre und Personen, die eine Insiderinformation aufgrund eines Delikts erhalten haben, fallen per se nicht unter den Begriff des Insiders. Auch eine Person, die zufällig von einer Insiderinformation Kenntnis erhält und diese ausnutzt oder einem Dritten mitteilt, ist nicht strafbar.

Diese enge Umschreibung des Täterkreises vermag die Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts und die Chancengleichheit der Anlegerinnen und Anleger nicht hinreichend zu schützen und ist daher unsachgerecht. Sie weicht im Übrigen vom Recht der meisten EU-Mitgliedstaaten ab, gemäss dem alle Personen als Insider in Frage kommen, die über Insiderinformationen verfügen. Diese Divergenz birgt ein Reputationsrisiko für den Finanzplatz Schweiz.

- *Tatobjekt* sind vertrauliche Tatsachen, deren Bekanntwerden den Kurs von in der Schweiz börslich oder vorbörslich gehandelten Aktien oder anderen Wertschriften oder entsprechenden Bucheffekten der Gesellschaft oder von Optionen darauf in voraussehbarer Weise erheblich beeinflussen wird. Gleichgestellt wird dieselbe Wirkung bei Anteilsscheinen, anderen Wertschriften, Bucheffekten und entsprechenden Optionen von Genossenschaften und ausländischen Gesellschaften. Diese Umschreibung ist ungenau und teilweise überholt.
- Die *Insidertathandlung* im Sinne von Artikel 161 Ziffer 1 StGB besteht im «Ausnützen» oder in der «Weitergabe» von vertraulichen Tatsachen. Diese Umschreibung lässt offen, ob Kaufs- oder Verkaufsempfehlungen gestützt auf Insiderinformationen auch erfasst werden.<sup>6</sup>
- *Qualifikation*: Die Umsetzung der GAFI-Empfehlungen und die Ratifizierung des Übereinkommens des Europarats vom 16. Mai 2005 über Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung sowie Ermittlung, Beschlagnahme und Einziehung von Erträgen aus Straftaten erfordert eine Ausgestaltung des Insiderstraftatbestandes als Verbrechen.

<sup>6</sup> Vgl. Hürlimann Silvan, Der Insiderstraftatbestand, GSKR 4/2006, S. 317.

### **1.2.1.2 Kursmanipulation**

Die Tathandlung der Kursmanipulation (Art. 161<sup>bis</sup> StGB) umfasst nebst dem Verbreiten irreführender Informationen lediglich den fiktiven Kauf und Verkauf von Effekten. Zu diesen Scheingeschäften gehören insbesondere sogenannte *Wash Sales* und *Matched Orders*, das heisst Geschäfte, die sich wirtschaftlich ausgleichen oder bei denen die wirtschaftlich berechnete Person nicht ändert. Echte Transaktionen mit manipulatorischem Charakter werden im schweizerischen Recht im Gegensatz zum Recht einiger europäischer Staaten, wie beispielsweise Deutschland, nicht erfasst. Es stellt sich die Frage, ob dadurch der Markt hinreichend geschützt wird und ob für den Finanzplatz Schweiz ein Reputationsrisiko besteht.

Hinzu kommt, dass die Umsetzung der GAFI-Empfehlungen und die Ratifizierung des Übereinkommens des Europarats vom 16. Mai 2005 über Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung sowie Ermittlung, Beschlagnahme und Einziehung von Erträgen aus Straftaten eine Ausgestaltung des Straftatbestandes der Kursmanipulation als Verbrechen erfordert.

### **1.2.1.3 Zuständigkeit zur Strafverfolgung**

Insiderhandel und Kursmanipulation sind naturgemäss Delikte von komplexer Natur. Ihre Verfolgung und Beurteilung bedarf eines besonderen Fachwissens. Die Erfahrung zeigt, dass es für kleine Kantone, die nur selten mit der Verfolgung der genannten Delikte befasst sind, schwierig ist, dieses Wissen bereitzustellen. Die Zuständigkeit der Kantone zur Verfolgung und Beurteilung von Insiderhandel und Kursmanipulation ist zudem im Hinblick auf die Entwicklung einer einheitlichen Praxis problematisch.

### **1.2.1.4 Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen**

Gemäss dem geltenden Artikel 41 BEHG berechnet sich die Busse bei vorsätzlicher Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen aufgrund der Differenz zwischen dem Anteil, über den die meldepflichtige Person neu verfügt, und dem letzten vom ihr gemeldeten Grenzwert. Die Busse darf höchstens das Doppelte des Kauf- oder Verkaufspreises betragen (Art. 41 Abs. 2 BEHG). Damit besteht keine genau bezifferte Höchstbusse. Dies ist aus rechtsstaatlichen Gründen problematisch. Ausserdem könnten im Extremfall Bussen in Milliardenhöhe ausgesprochen werden, was dem Unrechtsgehalt der Tat nicht entspricht.

### **1.2.1.5 Verletzung der Angebotspflicht**

Die Verletzung der Angebotspflicht nach Artikel 32 BEHG zieht im Gegensatz zur Verletzung der Meldepflichten gemäss Artikel 20 und Artikel 31 BEHG keine strafrechtlichen Sanktionen nach sich. Dies erweist sich als unsachgerecht, zumal die Verletzung der Angebotspflicht für die Minderheitsaktionäre schwerwiegende

Konsequenzen hat, indem ihnen trotz erfolgter Kontrollübernahme keine Ausstiegsmöglichkeit offeriert wird.

## **1.2.2 Aufsichtsrecht**

### **1.2.2.1 Fehlende aufsichtsrechtliche Verbote von Insiderhandel und Marktmanipulation**

Die EU kennt ein allgemein gültiges verwaltungsrechtliches Verbot von Insiderhandel und Marktmanipulation, wobei die Marktmanipulation nebst Scheingeschäften auch sämtliche echte Transaktionen mit manipulatorischem Charakter umfasst. In der Schweiz sind diese Verhaltensweisen aufgrund des Rundschreibens 08/38 (Marktverhaltensregeln) der FINMA nur für gewisse Beaufsichtigte der FINMA verboten. Dadurch werden die Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts sowie die Anlegerinnen und Anleger nicht ausreichend geschützt. Zudem könnte sich die Diskrepanz zum Recht der EU auf den Ruf des Finanzplatzes Schweiz negativ auswirken und einen Standortnachteil zur Folge haben sowie einen Vorwand für die Diskriminierung schweizerischer Finanzdienstleistungserbringer in der EU bieten.

### **1.2.2.2 Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen**

Die Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen nach Artikel 20 BEHG gilt in Bezug auf Beteiligungspapiere aller Gesellschaften, die ihren statutarischen Sitz in der Schweiz haben und deren Beteiligungspapiere in der Schweiz an einer Börse kotiert sind. Es besteht damit keine Offenlegungspflicht in Bezug auf Beteiligungspapiere von in der Schweiz kotierten Gesellschaften, die ihre Geschäftstätigkeit zwar überwiegend in der Schweiz ausüben (sogenannter tatsächlicher Sitz), ihren statutarischen Sitz jedoch im Ausland haben. Sieht in diesem Fall auch das ausländische Recht keine Pflicht zur Offenlegung der Beteiligungen vor, so führt dies dazu, dass der schweizerische Markt nicht hinreichend transparent ist, wodurch letztlich die Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts und der Schutz der Anlegerinnen und Anleger beeinträchtigt werden.

Problematisch ist zudem, dass die Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen (Art. 20 und 21 BEHG) zwar für sämtliche Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer gelten, die FINMA jedoch nur dann aufsichtsrechtliche Massnahmen ergreifen kann, wenn Beaufsichtigte gegen die Bestimmungen verstossen haben. Ausserdem ist das im geltenden Artikel 20 Absatz 4<sup>bis</sup> BEHG vorgesehene Instrument der Stimmrechtssuspendierung aus verschiedenen Gründen unbefriedigend. In materieller Hinsicht ist zunächst nicht klar, was für eine Wirkung die Stimmrechtssuspendierung hat.<sup>7</sup> Ausserdem ist die Stimmrechtssuspendierung nicht auf das mit dem FINMAG eingeführte Aufsichtsinstrumentarium der FINMA abgestimmt. Bei Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen hat die FINMA heute insbesondere die Möglichkeit, eine Gewinneinziehung (Art. 35 FINMAG) oder ein Berufsverbot (Art. 33 FINMAG) auszusprechen. Das Instrument der definitiven

<sup>7</sup> Vgl. Kunz Peter, Die Stimmrechtssuspendierung im revidierten Börsengesetz, SZW 3/2008, S. 280 ff.

Stimmrechtssuspensionierung erscheint damit unverhältnismässig. In formeller Hinsicht erweist sich die Zuständigkeit des Zivilgerichts, eine Stimmrechtssuspensionierung auszusprechen, als unbefriedigend. Die Erfahrung zeigt, dass das Zivilgericht in der Regel das Untersuchungsergebnis der FINMA abwartet, bevor es entscheidet. Eine vorsorgliche Stimmrechtssuspensionierung wird so gut wie nie ausgesprochen. Dies führt dazu, dass die Person, die die Meldepflicht verletzt hat, bereits stimmen und unmittelbar nach dem Erwerb ihre Stimmrechte ausüben und gegebenenfalls die Kontrolle über die Gesellschaft übernehmen kann. Problematisch ist ferner, dass die Stimmrechtssuspensionierung durch den Zukauf von Beteiligungen umgangen werden kann. Die heutige Rechtslage vermag somit den Status quo der Gesellschaft nicht ausreichend zu schützen.

### **1.2.2.3 Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote**

#### **1.2.2.3.1 Kontrollprämie**

Nach Artikel 32 Absatz 4 BEHG muss der Preis des öffentlichen Kaufangebots mindestens dem Börsenkurs entsprechen und darf höchstens 25 Prozent unter dem höchsten Preis liegen, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. Daraus folgt, dass der Anbieter den verkaufenden Hauptaktionären vor der Publikation seines öffentlichen Kaufangebots in beschränktem Mass einen höheren Preis für ihre Aktien bezahlen darf als jenen, den er den Minderheitsaktionären in seinem öffentlichen Kaufangebot offeriert (sogenannte Kontrollprämie).

Die Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie verstösst gegen das im Übernahmerecht geltende Prinzip der Gleichbehandlung der Aktionäre. Sie führt dazu, dass sich die Grossaktionäre einer Zielgesellschaft – und damit auch häufig der von ihnen beherrschte Verwaltungsrat – anstatt auf die Preisverhandlung für das öffentliche Angebot auf jene für den vorgängigen Erwerb der massgebenden Aktienpakete konzentrieren. Dadurch erhalten die Publikumsaktionäre letztlich nur einen unbefriedigend tiefen Preis, was dem Sinn und Zweck der Angebotspflicht zuwiderläuft.<sup>8</sup> Ausserdem sind die Preisverhandlungen intransparent, wodurch der Marktmechanismus teilweise ausser Kraft gesetzt wird.

Gemäss Artikel 5 Absatz 4 der am 20. Mai 2004 in Kraft getretenen Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote hat der Anbieter grundsätzlich sein Angebot zum höchsten Preis zu machen, der von ihm oder einer mit ihm gemeinsam handelnden Person in einem von den Mitgliedstaaten festzulegenden Zeitraum zwischen sechs und zwölf Monaten vor dem Angebot für die gleichen Wertpapiere bezahlt wurde. Demnach dürfen EU-Mitgliedstaaten im nationalen Recht keine Kontrollprämie vorsehen. Auch eine Vielzahl anderer Finanzplätze, in denen eine Angebotspflicht besteht, kennt keine Kontrollprämie, so etwa China, Russland sowie in den USA die Staaten Pennsylvania und Maine.<sup>9</sup> Die Divergenz zu den genannten Rechtsordnungen stösst bei ausländischen Investoren auf Unverständnis, was sich negativ auf deren Investi-

<sup>8</sup> Vgl. Schenker Urs, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, S. 201 f; Böckli Peter, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich/Basel/Genf 2009, N. 242a.

<sup>9</sup> Vgl. Daeniker Daniel, Angebotspflicht und Kontrollprämie – die Schweiz gegen den Rest der Welt?, in Tschäni (Hrsg.), Merger & Acquisitions XIII, Zürich 2010, S. 122 ff.

tionsverhalten und damit auf den Zufluss von Liquidität auswirkt. Der schweizerische Finanzplatz, der sich in einem zunehmend verschärften internationalen Wettbewerb behaupten muss (vgl. dazu die Ausführungen unter Ziff. 3.3.1), erleidet damit einen Standortnachteil, was sich negativ auf die schweizerische Volkswirtschaft auswirken kann.

Zudem ist unbefriedigend, dass die Kontrollprämie auch dann bezahlt werden kann, wenn die erworbenen Aktien keine Kontrolle verschaffen, etwa um bestimmte wichtige Aktionäre auf Seite des Anbieters zu ziehen.

### **1.2.2.3.2 Anwendungsbereich**

Nach Artikel 22 Absatz 1 BEHG gelten die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote für Beteiligungen an schweizerischen Gesellschaften, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz kotiert sind. Eine Gesellschaft ist grundsätzlich dann «schweizerisch», wenn sich ihr statutarischer Sitz in der Schweiz befindet. Ist dies nicht der Fall, so handelt es sich um eine ausländische Gesellschaft mit der Konsequenz, dass schweizerisches Übernahmerecht grundsätzlich nicht anwendbar ist, selbst wenn die Gesellschaft ausschliesslich an einer Börse in der Schweiz kotiert ist. Falls in einem solchen Fall auch das ausländische Übernahmerecht keine Anwendung findet (sogenannter negativer Regelungskonflikt), werden die Interessen der Publikumsaktionäre nicht hinreichend geschützt.

### **1.2.2.3.3 Verfahrensregeln**

Die Kompetenz des Zivilgerichts, bei Verletzung der Angebotspflicht eine Stimmrechtssuspendierung auszusprechen (Art. 32 Abs. 7 BEHG), ist im Wesentlichen aus den gleichen Gründen problematisch wie die analoge Bestimmung von Artikel 20 Absatz 4<sup>bis</sup> BEHG (vgl. Ziff. 1.2.2.2).

Nach Artikel 33b Absatz 3 BEHG haben Aktionärinnen und Aktionäre mit mindestens zwei Prozent der Stimmrechte an der Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, Parteistellung im Verfahren vor der Übernahmekommission, wenn sie diese beanspruchen. Die Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen besteht jedoch erst ab einer Beteiligung von drei Prozent (Art. 20 Abs. 1 BEHG). Ein Anbieter ist damit nicht in der Lage, vor der Publikation seines Angebots – von dem er nicht zurücktreten kann – die Aktionärinnen und Aktionäre, die in das Verfahren eingreifen könnten, verlässlich zu identifizieren und das Risiko von Interventionen abzuschätzen.<sup>10</sup> Dies kann unter Umständen zu unnötigen und oft langen Prozessen führen, welche die Rechtssicherheit und damit die Funktionsfähigkeit des Markts beeinträchtigen. Aus dem gleichen Grund ist es problematisch, dass die gesetzlichen Bestimmungen über den Stillstand der Fristen im Beschwerdeverfahren vor Bundesverwaltungsgericht Anwendung finden.

<sup>10</sup> Vgl. Tschäni Rudolf/Iffland Jacques/Diem Hans-Jakob, in: Watter Rolf/Vogt Nedim Peter (Hrsg.), Basler Kommentar zum Börsengesetz und zum Finanzmarktaufsichtsgesetz, 2. Aufl., Basel 2011, N. 14 zu Art. 33b BEHG.

Gemäss Artikel 33c Absatz 3 BEHG ist Artikel 33b BEHG auf das Beschwerdeverfahren vor der FINMA anwendbar. Die Parteistellung vor der FINMA bestimmt sich damit nach Artikel 33b Absätze 2 und 3 BEHG. Obschon der Gesetzgeber beabsichtigte, die Parteistellung vor der FINMA auf Personen einzuschränken, die bereits vor der Übernahmekommission Partei waren, lässt es der Wortlaut zu, dass auch Aktionärinnen und Aktionäre, die am Verfahren vor der Übernahmekommission nicht als Partei auftraten, Partei vor der FINMA sein können. Andererseits könnten Aktionärinnen und Aktionäre, die vor der Übernahmekommission Parteistellung hatten, unter Umständen den Entscheid der Übernahmekommission nicht an die FINMA weiterziehen, wenn sie die Voraussetzungen im Verlaufe des Verfahrens nicht mehr erfüllen. Dieses Verständnis des Gesetzes wäre unsachgerecht und wurde vom Gesetzgeber offensichtlich nicht gewollt.

Unbefriedigend ist schliesslich der Umstand, dass die Übernahmekommission den Aktionärinnen und Aktionären mit Parteistellung gemäss dem Wortlaut von Artikel 23 Absatz 5 BEHG keine Gebühren auferlegen kann.

## **1.3 Neuregelung**

### **1.3.1 Strafrecht**

#### **1.3.1.1 Insiderhandel**

Der Straftatbestand des Insiderhandels wird ausgedehnt und präziser formuliert. Hervorzuheben sind folgende Punkte:

- Der *Täterkreis* wird ausgedehnt: Insider kann neu jede natürliche Person sein. Sondereigenschaften im Sinne des geltenden Rechts (Art. 161 Ziff. 1 StGB) werden nicht mehr verlangt.
- *Tatobjekt* bilden vertrauliche Informationen, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs von Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, erheblich zu beeinflussen (sogenannte Insiderinformation). Der Begriff der «Tatsache» wird durch «Information» ersetzt. Damit passt sich die Schweiz an die in der EU gebräuchliche Terminologie an. Eine Ausdehnung des sachlichen Anwendungsbereichs der Strafnorm ist mit dieser terminologischen Änderung nicht verbunden. Die betroffenen Effekten müssen an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sein. Die Begriffe der «Vertraulichkeit» und der «Kursrelevanz» entsprechen denjenigen des bisherigen Rechts.
- Die *Tathandlung* des (Primär-)Insiders wird im Vergleich zum heutigen Recht präziser formuliert. Es ist dem Insider verboten, für sich oder einen anderen einen Vermögensvorteil zu erzielen, indem er eine Insiderinformation dazu ausnützt, Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, zu erwerben oder zu veräussern oder daraus abgeleitete Finanzinstrumente einzusetzen (Tatbestand 1), indem er die Insiderinformation einem anderen mitteilt (Tatbestand 2) oder indem er eine Insiderinformation dazu ausnützt, einem anderen eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräusserung von Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum

Handel zugelassen sind oder zum Einsatz von daraus abgeleiteten Finanzinstrumenten abzugeben (Tatbestand 3). Damit werden auch Transaktionen mit nicht standardisierten OTC-Produkten erfasst, sofern diese von Effekten abhängen, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind. Ob die betreffende Transaktion auf dem geregelten Markt oder ausserhalb desselben getätigt wird, spielt keine Rolle.

- Um den GAFI-Empfehlungen Rechnung zu tragen und die Ratifizierung des Übereinkommens des Europarats vom 16. Mai 2005 über Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung sowie Ermittlung, Beschlagnahme und Einziehung von Erträgen aus Straftaten zu ermöglichen, wird ein als Verbrechen ausgestalteter qualifizierter Tatbestand des Insiderhandels geschaffen.

### **1.3.1.2 Kursmanipulation**

Der Straftatbestand der Kursmanipulation wird redaktionell leicht überarbeitet. So wird auf das Merkmal der «Unrechtmässigkeit» des Vermögensvorteils verzichtet. Da das schweizerische Recht keine Bestimmung kennt, aus der sich ergibt, wann ein durch Kursmanipulation erlangter Vermögensvorteil rechtmässig und wann unrechtmässig ist, zielt das Erfordernis weitgehend ins Leere. Ausserdem wird klargestellt, dass nebst der Verbreitung von irreführenden Informationen auch die Verbreitung von falschen Informationen verboten ist. Neu wird zudem nicht mehr von börslich gehandelten Effekten gesprochen, sondern von Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind. Dieser Ausdruck ist klarer und wird auch im Straftatbestand des Insiderhandels verwendet.

Es wird darauf verzichtet, den Tatbestand der Kursmanipulation auf echte Transaktionen mit manipulatorischem Charakter auszudehnen. Der Unrechtsgehalt beziehungsweise die Schädlichkeit dieser Verhaltensweisen rechtfertigt es nicht, diese strafrechtlich zu sanktionieren. Der Schutz des Finanzmarkts und der Anlegerinnen und Anleger wird dadurch gewährleistet, dass die genannten Transaktionen neu aufsichtsrechtlich für sämtliche Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer verboten werden (vgl. Ziff. 1.3.2.1). Auch die Mehrheit der Mitgliedstaaten der EU ahndet die Vornahme von echten Transaktionen mit manipulatorischem Charakter ausschliesslich auf Ebene des Verwaltungsrechts (vgl. Ziff. 1.5.3).

Um den GAFI-Empfehlungen Rechnung zu tragen und die Ratifizierung des Übereinkommens des Europarats vom 16. Mai 2005 über Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung sowie Ermittlung, Beschlagnahme und Einziehung von Erträgen aus Straftaten zu ermöglichen, wird ein als Verbrechen ausgestalteter qualifizierter Tatbestand der Kursmanipulation geschaffen.

### **1.3.1.3 Überführung des Insiderverbots und der Kursmanipulation ins Börsengesetz**

Die Straftatbestände des Insiderhandels und der Kursmanipulation weisen einen engen Sachzusammenhang zum Börsenwesen auf. Insbesondere stimmen die geschützten Rechtsgüter der genannten Delikte – die Sicherstellung der Funktions-

fähigkeit des Kapitalmarkts und der Anlegerschutz im Sinne der Gewährleistung der Chancengleichheit – mit den Zielen des Börsengesetzes überein. Sie werden daher aus dem Strafgesetzbuch herausgelöst und neu im Börsengesetz geregelt. Diese Änderung hat nicht nur den Vorteil, dass sämtliche Börsendelikte im gleichen, thematisch einschlägigen Erlass geregelt werden; sie erlaubt es ausserdem, auf im Börsengesetz definierte Begriffe zurückzugreifen.

#### **1.3.1.4 Zuständigkeit zur Strafverfolgung**

Die Zuständigkeit zur strafrechtlichen Verfolgung und Beurteilung des Insiderhandels und der Kursmanipulation wird von den kantonalen Behörden an die Bundesanwaltschaft und das Bundesstrafgericht übertragen. Diese Änderung erlaubt es, das zur Verfolgung der genannten Delikte notwendige Knowhow bei einer Stelle zu bündeln und so Doppelspurigkeiten und Ineffizienz zu vermeiden.

Der Vernehmlassungsentwurf sah vor, die Zuständigkeit zur strafrechtlichen Ahndung der Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen nach Artikel 41 BEHG ebenfalls auf die Bundesanwaltschaft zu übertragen. Begründet wurde diese Kompetenzverschiebung jedoch nicht. In der Vernehmlassung ist deshalb einzig die FINMA auf diese zusätzliche Verschiebung aufmerksam geworden. Sie hat denn auch entsprechend diese isolierte Übertragung eines einzelnen Finanzmarktdelikts bemängelt.

Eine vertiefte Prüfung der Thematik hat ergeben, dass zwischen den Straftatbeständen des Insiderhandels und der Kursmanipulation einerseits und der Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen andererseits kein Sachzusammenhang besteht, der es rechtfertigen würde, dass auch die Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen neu von der Bundesanwaltschaft verfolgt wird. Während der Insiderhandel und die Kursmanipulation bis anhin gemeintrafrechtliche Tatbestände waren und auch inhaltlich eine Nähe zu gemeintrafrechtlichen Tatbeständen wie dem Betrug und anderen betrugsähnlichen Delikten aufweisen, handelt es sich bei der Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen um einen Verstoss gegen ein Finanzmarktgesetz. Derartige Verstösse werden nach allen Finanzmarktgesetzen einheitlich vom EFD geahndet. Eine Übertragung der Zuständigkeit zur Verfolgung und Beurteilung von Verstössen gegen die Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen hätte zur Folge, dass das heute beim EFD vorhandene Fachwissen im Bereich des Finanzmarktrechts aufgeteilt werden müsste und teilweise verloren ginge. Es ist wichtig, dass alle Finanzmarktdelikte von der gleichen Behörde mit dem entsprechenden Fachwissen und nach gleichem Massstab beurteilt werden. Die Kompetenz zur Verfolgung und Beurteilung der Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen bleibt daher mit den übrigen Finanzmarktdelikten beim EFD.

#### **1.3.1.5 Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen**

Um dem Legalitätsprinzip und dem Unrechtsgehalt des Delikts gerecht zu werden, wird die Höchstbusse bei vorsätzlicher Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen auf 10 Millionen Franken festgesetzt. Dieser Betrag berücksichtigt,

dass die Begehung des Delikts in der Regel den Einsatz von Beträgen in Millionenhöhe voraussetzt. Die heute für die fahrlässige Tatbegehung vorgesehene Maximalbusse von 1 Millionen Franken wurde erst 2009 eingeführt und ist nach wie vor sachgerecht.

Höhere Bussen oder eine Qualifizierung als Vergehen wären dem Unrechtsgehalt der Tat nicht angemessen. Ausserdem ist zu beachten, dass die FINMA mit dieser Vorlage die Kompetenz erhält, gegenüber sämtlichen Marktteilnehmerinnen und -teilnehmern, bei denen hinreichende Anhaltspunkte dafür besteht, dass sie ihre Beteiligungen entgegen ihrer Verpflichtung nach Artikel 20 BEHG nicht melden, vorsorglich eine Stimmrechtssuspendierung und ein Zukaufsverbot auszusprechen sowie bei festgestellter Meldepflichtverletzung einen allfälligen Gewinn einzuziehen. Dies sind zwar keine strafrechtlichen Sanktionen, sondern zukunftsgerichtete und auf die Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustandes gerichtete aufsichtsrechtliche Massnahmen. Im Ergebnis ist aber davon auszugehen, dass die vorgeschlagenen Bussen in Verbindung mit den Aufsichtsinstrumenten der FINMA abschreckend genug wirken, um von Meldepflichtverletzungen abzuhalten.

### **1.3.1.6 Verletzung der Angebotspflicht**

Zwecks Verbesserung der Durchsetzbarkeit der Angebotspflicht wird eine neue Strafbestimmung geschaffen, welche vorsieht, dass mit Busse bis zu 10 Millionen Franken bestraft wird, wer vorsätzlich einer rechtskräftig festgestellten Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots keine Folge leistet. Die Höhe der Busse orientiert sich an der Bussenhöhe bei Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen. Die beiden Tatbestände weisen einen ähnlich hohen Unrechtsgehalt auf.

## **1.3.2 Aufsichtsrecht**

### **1.3.2.1 Aufsichtsrechtliche Verbote von Insiderhandel und Marktmanipulation**

Aufgrund ihrer grossen Schädlichkeit für den Finanzmarkt sowie, um eine Lücke im Vergleich zum europäischen Recht zu schliessen, werden Insiderhandel und Marktmanipulation auf Ebene des Aufsichtsrechts für sämtliche Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer verboten. Das Verbot der Marktmanipulation umfasst dabei – im Gegensatz zum strafrechtlichen Tatbestand der Kursmanipulation – nebst Scheingeschäften auch sämtliche echte Transaktionen mit manipulatorischem Charakter.

Da das Aufsichtsrecht im Unterschied zum Strafrecht nicht auf die Vergeltung eines Fehlverhaltens, sondern auf den Schutz der Gläubigerinnen und Gläubiger, der Anlegerinnen und Anleger, der Versicherten sowie den Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte abzielt, setzen die aufsichtsrechtlichen Verbote von Insiderhandel und Marktmanipulation im Unterschied zu den strafrechtlichen Tatbeständen des Insiderhandels und der Kursmanipulation keinen Vermögensvorteil, keine Bereicherungsabsicht und kein subjektives Verschulden voraus. Damit die Verbote nicht zu weit greifen, wird der Bundesrat Vorschriften über zulässige Verhaltensweisen erlassen.

Die Verletzung der aufsichtsrechtlichen Verbote von Insiderhandel und Marktmanipulation wird von der FINMA im Aufsichtsverfahren geahndet. Gegenüber den Beaufichtigten kann die FINMA dabei die im FINMAG vorgesehenen aufsichtsrechtlichen Massnahmen sowie ein Tätigkeitsverbot nach Artikel 35a BEHG aussprechen. Gegenüber den übrigen Marktteilnehmerinnen und -teilnehmern kann die FINMA folgende Aufsichtsinstrumente einsetzen: Auskunftspflicht, Feststellungsverfügung, Veröffentlichung der aufsichtsrechtlichen Verfügung sowie Einziehung des Gewinns. Die Anwendbarkeit der anderen Aufsichtsinstrumente des FINMAG, wie insbesondere das Berufsverbot, wäre für die übrigen Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer ungeeignet und unverhältnismässig.

### **1.3.2.2 Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen**

Um negative Regelungskonflikte zu vermeiden, gilt die Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen nach Artikel 20 BEHG neu auch in Bezug auf Beteiligungen an Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz hauptkotiert sind.

Damit die Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen nicht nur gegenüber den Beaufichtigten, sondern auch gegenüber den übrigen Marktteilnehmerinnen und -teilnehmern durchgesetzt werden können, werden der FINMA die Aufsichtsinstrumente der Auskunftspflicht, der Feststellungsverfügung, der Veröffentlichung der aufsichtsrechtlichen Verfügung sowie der Einziehung des Gewinns an die Hand gegeben. Die Anwendbarkeit der anderen Aufsichtsinstrumente des FINMAG, wie das Berufsverbot, wäre ungeeignet und unverhältnismässig.

Zum Schutz des Status quo der Gesellschaft während einer Stimmrechtssuspendierung sowie aus Gründen der Prozessökonomie wird zudem die Zuständigkeit zur Stimmrechtssuspendierung vom Zivilgericht auf die FINMA übertragen. Damit wird die Stimmrechtssuspendierung zu einem Aufsichtsinstrument der FINMA.

Neu wird die Stimmrechtssuspendierung zudem zu einem ausschliesslich vorsorglichen Instrument. Das heisst, sie ist aufzuheben, sobald die FINMA festgestellt hat, dass die Meldepflicht nicht verletzt wurde oder die betroffene Person ihrer Meldepflicht nachgekommen ist. Durch diese Anpassung wird dem unter Ziffer 1.2.2.2 umschriebenen Umstand Rechnung getragen, dass die Durchsetzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen mit der Schaffung des neuen Aufsichtsinstrumentariums der FINMA massiv verbessert wurde und das Aufsichtsinstrumentarium der FINMA mit diese Vorlage zusätzlich weiter ausgebaut wird. So hat die FINMA neu insbesondere die Möglichkeit, gegenüber sämtlichen Marktteilnehmerinnen und -teilnehmern, die ihrer Meldepflicht nach Artikel 20 BEHG nicht nachgekommen sind, einen Gewinn oder vermiedenen Verlust einzuziehen. Ausserdem kann die Strafverfolgungsbehörde eine Busse aussprechen. Damit wird das in verschiedener Hinsicht problematische Instrument der definitiven Stimmrechtssuspendierung (mangelnde Parteirechte der Aktionäre und der Gesellschaft im Verwaltungsverfahren, Eingriff in die Eigentums- und Wirtschaftsfreiheit, Frage der zivilrechtlichen Wirkung der Stimmrechtssuspendierung, Machtkonzentration bei der FINMA) obsolet.

Um zu verhindern, dass die Stimmrechtssuspendierung durch den Kauf von neuen Beteiligungen umgangen werden kann, wird die FINMA künftig ausserdem ein Zukaufrisverbot verfügen können.

### **1.3.2.3 Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote**

#### **1.3.2.3.1 Kontrollprämie**

Der Preis des öffentlichen Kaufangebots nach Artikel 32 Absatz 4 BEHG muss künftig mindestens gleich hoch sein wie der höhere der folgenden beiden Beträge: Börsenkurs oder höchster Preis, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. Damit wird die Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie abgeschafft.

Wie unter Ziffer 1.2.2.3.1 ausgeführt wurde, beeinträchtigt die Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie die Wettbewerbsfähigkeit des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz. Eine funktionierende und effiziente Börse ist für die Schweiz ein bedeutender Standortfaktor. Es ist deshalb wichtig, die Gesetzgebung im Bereich des Börsenwesens so anzupassen, dass die Schweizer Börse kompetitiv bleibt. Die Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie wird daher abgeschafft.

Das ursprüngliche Argument des Gesetzgebers, die Möglichkeit der Kontrolle repräsentiere einen ökonomischen Wert, der im Rahmen einer Prämie bezahlt werden müsse, hat nicht nur gegenüber der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz, sondern auch gegenüber dem Gleichbehandlungsprinzip in den Hintergrund zu treten. Die Gleichbehandlung ist ein zentrales Anliegen des Börsengesetzes (vgl. Art. 1 BEHG) und erhöht den Mittelzufluss im Kapitalmarkt, da der durchschnittliche Anleger aufgrund des Gleichbehandlungsgrundsatzes eine höhere Renditeerwartung haben kann.<sup>11</sup> Ausserdem ist zu beachten, dass ein Grossaktionär die Kotierung der Gesellschaft entweder selber angestrebt oder seine grosse Beteiligung später am Markt erworben hat. In beiden Fällen hat er die Vorteile des Marktes genutzt und muss deshalb auch die mit dem Markt verbundene Gleichbehandlung der Aktionäre akzeptieren.<sup>12</sup>

Eine blosser Einschränkung der Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie auf Kontrollbeteiligungen würde der Bedeutung der Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz und des Gleichbehandlungsgrundsatzes zu wenig Rechnung tragen.

An der Abschaffung der Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie besteht damit ein überwiegendes öffentliches Interesse und sie ist verhältnismässig. Die Änderung stellt damit keinen unzulässigen Eingriff in die Vertragsfreiheit dar.

Es ist nicht damit zu rechnen, dass aufgrund der Abschaffung der Möglichkeit zur Bezahlung der Kontrollprämie gewisse Angebote nicht mehr lanciert werden oder sich Übernahmeangebote verteuern. Vielmehr wird der an der Kontrolle interessierte Anbieter den Zusatzwert der Kontrolle, statt ihn als Prämie im Rahmen eines vorausgegangenen Erwerbs einem Grossaktionär zu bezahlen, zum Angebotspreis

<sup>11</sup> Schenker Urs, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, S. 31 f.

<sup>12</sup> Schenker Urs, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, S. 202 f.

dazuschlagen.<sup>13</sup> Aufgrund der geografischen Nähe dürften für an der Schweizer Börse kotierte Unternehmen vor allem europäische Börsenplätze wie London oder Frankfurt Alternativen darstellen. Da die EU jedoch keine Kontrollprämie kennt, wird die Änderung zudem nicht dazu führen, dass sich Unternehmen nicht mehr in der Schweiz kotieren lassen werden. Da nebst der EU auch eine Vielzahl anderer Finanzplätze die Bezahlung einer Kontrollprämie nicht zulässt, ist ferner auch nicht davon auszugehen, dass Investoren zukünftig nicht mehr in Unternehmen investieren werden, die an einer Schweizer Börse kotiert sind. Die Änderung führt damit nicht zu einem Wettbewerbsnachteil für die Schweizer Börse.

Die vorgeschlagene Änderung verlangt nicht nach einer Einschränkung der Möglichkeit, die Anwendbarkeit der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote statutarisch auszuschliessen (Art. 22 Abs. 2 und 3 BEHG). Wie die Erfahrung zeigt, wird ein sogenanntes *Opting-Out* allgemein als Widerspruch zum Minderheitenschutz und zu einer guten Corporate Governance betrachtet, das negative Auswirkungen auf den Börsenkurs haben könnte. Für Minderheitsaktionäre problematisch ist ohnehin nur das nachträgliche *Opting-Out*. Dessen Einführung allein mit dem Zweck, einen konkreten Anbieter von der Angebotspflicht und damit dem Verbot der Bezahlung einer Kontrollprämie zu befreien, wäre selektiv und würde von der Übernahmekommission nach ihrer bereits heute bestehenden Praxis nicht toleriert.

Es wird auf den Preis, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat, abgestellt. Eine kürzere Frist würde dem börsenrechtlichen Gleichbehandlungsgrundsatz zu wenig Rechnung tragen. Ausserdem orientiert sich die Frist an der Regelung Grossbritanniens, dessen Übernahmordnung, die eine über 40-jährige Geschichte aufweist, der Schweiz und der EU Vorbild war.

Die Referenzgrösse «Börsenkurs» wird beibehalten. Ohne die Preisuntergrenze des Börsenkurses wäre es möglich, den Angebotsempfängern bei steigenden Kursen einen Angebotspreis unter dem Börsenkurs anzubieten, sofern der vorausgegangene Erwerb zu einem tieferen Preis als der Börsenkurs erfolgte. Ein solches Angebot wäre für die Aktionäre wirtschaftlich uninteressant und würde es dem Angebotspflichtigen erlauben, seine Pflicht zu unterlaufen.

### 1.3.2.3.2 Anwendungsbereich

Die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote (Art. 22 ff. BEHG) gelten neu auch für Beteiligungen an Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz hauptkotiert sind. Damit werden negative Regelungskonflikte vermieden und die Interessen der Publikumsaktionäre besser geschützt.

<sup>13</sup> Vgl. Schenker Urs, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, S. 32; Jentsch Valentin, Prämienanalyse bei öffentlichen Übernahmeangeboten gemäss Börsengesetzgebung, GesKR 3/2010, S. 375.

### **1.3.2.3.3                    Verfahrensregeln**

Die in Artikel 32 Absatz 7 BEHG vorgesehene Möglichkeit, bei einer Verletzung der Angebotspflicht eine Stimmrechtssuspendierung auszusprechen, wird zum Schutz des Status quo der Zielgesellschaft sowie zur besseren Durchsetzung der Angebotspflicht auf die Übernahmekommission übertragen und durch ein Zukaufsverbot ergänzt. Beide Massnahmen müssen aus Gründen der Verhältnismässigkeit wieder aufgehoben werden, sobald die FINMA festgestellt hat, dass keine Angebotspflicht besteht oder die betroffene Person ihrer Angebotspflicht erfüllt hat. Sie wirken in diesem Sinne rein vorsorglich.

Artikel 33*b* Absatz 3 BEHG wird dahingehend geändert, dass Aktionärinnen und Aktionäre mit mindestens drei Prozent (anstatt wie bisher zwei Prozent) der Stimmrechte an der Zielgesellschaft, ob ausübbar oder nicht, Parteistellung in Verfahren vor der Übernahmekommission beanspruchen können. Die Anpassung an Artikel 20 BEHG, der eine Meldepflicht erst ab einer Beteiligung von drei Prozent vorsieht, ermöglicht es dem Anbieter, sein Prozessrisiko besser abzuschätzen, wodurch Übernahmeprozesse beschleunigt werden. Ebenfalls zur Beschleunigung von Übernahmeprozessen wird festgelegt, dass die gesetzlichen Bestimmungen über den Stillstand der Fristen für das Verfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht nicht anwendbar sind (Art. 33*d* Abs. 3 BEHG).

Der Verweis von Artikel 33*c* auf Artikel 33*b* Absätze 2 und 3 BEHG wird aufgehoben. Damit wird klargestellt, dass die Parteistellung vor der FINMA abschliessend durch Artikel 48 VwVG geregelt wird. Es kommt somit nur jenen Personen vor der FINMA Parteistellung zu, welche am Verfahren vor der Übernahmekommission teilgenommen haben (sog. formelle Beschwer im Sinne von Art. 48 Abs. 1 Bst. a VwVG). Zudem wird in Artikel 23 Absatz 5 festgelegt, dass Aktionärinnen und Aktionären, die im Verfahren vor der Übernahmekommission Parteistellung haben, eine Gebühr auferlegt werden kann.

## **1.4                                Ergebnisse des Vorverfahrens**

### **1.4.1                            Ausgangslage**

Die Groupe d'action financière (GAFI) hat im Juni 2003 ihre Empfehlungen zur Bekämpfung der Geldwäscherei totalrevidiert und an neue Kriminalitätsformen in den Bereichen der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung angepasst. In den revidierten Empfehlungen wurden neu auch der Insiderhandel und die Kursmanipulation in den Katalog der Vortaten zur Geldwäscherei aufgenommen. Da diese Straftatbestände auch aus anderen Gründen – insbesondere wegen mangelnder Präzision und eines zu engen Fokus – in Lehre und Politik Anlass zu Kritik gaben, wurden sie aus der Botschaft zur Umsetzung der revidierten GAFI-Empfehlungen herausgelöst.<sup>14</sup>

Der Bundesrat beauftragte das EFD und das Eidgenössische Justiz- und Polizeidepartement (EJPD) in der Folge am 29. September 2006 mit der Prüfung einer Revision der Börsendelikte und des Marktmissbrauchs. Aufgrund der Ergebnisse dieser Prüfung wurde am 21. September 2007 eine Expertenkommission unter der

<sup>14</sup> BBl 2007 6277 6282

Leitung von Dr. Rolf Watter damit beauftragt, die Probleme rund um die Börsendelikte und den Marktmissbrauch umfassend zu prüfen und Lösungen vorzuschlagen. Die Expertenkommission verabschiedete ihren Bericht am 29. Januar 2009.<sup>15</sup> Gestützt darauf erarbeitete das EFD eine Vernehmlassungsvorlage.

## **1.4.2 Ergebnisse des Vernehmlassungsverfahrens**

Mit Beschluss vom 13. Januar 2010 beauftragte der Bundesrat das EFD, ein Vernehmlassungsverfahren zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) durchzuführen. Die Vernehmlassungsfrist dauerte bis zum 30. April 2010.

Die Vernehmlassungsvorlage entsprach weitgehend dem vorliegenden Entwurf. Sie sah jedoch bei vorsätzlicher Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen eine maximale Busse von 500 000 Franken vor. Sie forderte die Vernehmlassungsteilnehmerinnen und -teilnehmer zudem auf, sich dazu zu äussern, ob sämtliche echten Transaktionen mit manipulatorischem Charakter für alle Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer verboten werden sollen (allgemeine Marktaufsicht) – wobei die FINMA diese Handlungsweisen definieren sollte – oder ob sich das Verbot im Rahmen der sogenannte erweiterten Finanzmarktaufsicht lediglich auf einige klar im Gesetz umschriebene Tatbestände beschränken soll. Die Ausdehnung der Anwendbarkeit der Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen und über öffentliche Kaufangebote sowie die übrigen Änderungen im Bereich der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote waren in der Vernehmlassungsvorlage noch nicht enthalten.

Die überwiegende Mehrheit der Vernehmlassungsteilnehmerinnen und -teilnehmer beurteilte die Vorlage in ihren wesentlichen Grundzügen positiv. Insbesondere die Überarbeitung der strafrechtlichen Tatbestände des Insiderhandels und der Kursmanipulation sowie deren Überführung ins Börsengesetz wurden überwiegend gutgeheissen. Die Einführung der aufsichtsrechtlichen Verbote des Insiderhandels und der Kursmanipulation sowie die Aufsichtsinstrumente der Feststellungsverfügung, der Veröffentlichung der aufsichtsrechtlichen Verfügung und der Einziehung sowie des Zukaufsverbots wurden ebenfalls mehrheitlich befürwortet.

Kontrovers beurteilt wurde hingegen insbesondere die Frage, ob eine allgemeine oder eine erweiterte Marktaufsicht eingeführt werden sollte. Die Gegner einer allgemeinen Marktaufsicht sprachen sich dabei mehrheitlich nicht deshalb für die erweiterte Marktaufsicht aus, weil ihnen die allgemeine Marktaufsicht zu weit geht, sondern weil sie deren in der Vernehmlassungsvorlage vorgesehene Definition als zu unpräzise werteten. Es wurde geltend gemacht, die Kompetenz der FINMA, die verbotenen Handlungsweisen zu bestimmen, verletze das Legalitätsprinzip.

Ebenfalls umstritten war die Frage der Höhe der maximalen Busse bei vorsätzlicher Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen sowie die Definition der aufsichtsrechtlichen Verbote des Insiderhandels und der Kursmanipulation beziehungsweise das Verhältnis zwischen Aufsichtsrecht und Strafrecht.

<sup>15</sup> Der Bericht ist zugänglich unter folgendem Link:  
<http://www.efd.admin.ch/dokumentation/zahlen/00578/01375/index.html?lang=de>

### 1.4.3

### Anhörung zur Abschaffung der Kontrollprämie

Die Übernahmekommission hatte im Rahmen der Vernehmlassung unter anderem festgehalten, dass die Bezahlung einer Kontrollprämie nicht mehr gerechtfertigt sei, und angekündigt, ein Dossier zur Revision von Artikel 32 Absatz 4 BEHG einzureichen. Das Dossier ist Ende 2010 beim Staatssekretariat für internationale Finanzfragen (SIF) eingegangen.

Die Übernahmekommission unterbreitete zwei konkrete Vorschläge für eine Anpassung von Artikel 32 Absatz 4 BEHG. Der erste Vorschlag sah vor, dass der Preis des Angebots gleich oder höher sein muss als der Börsenkurs oder der höchste Preis, den der Anbieter in den letzten zwölf Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. Dies würde die Abschaffung der Kontrollprämie bedeuten. Gemäss dem zweiten Vorschlag sollte die Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie auf den vorausgegangenen Erwerb einer Kontrollbeteiligung beschränkt werden. Um beurteilen zu können, ob ein öffentliches Interesse an der Änderung von Artikel 32 Absatz 4 BEHG besteht und ob sie in die laufende Revision des Börsengesetzes aufgenommen werden soll, führte das SIF vom 25. Januar bis 24. Februar 2011 ein Anhörungsverfahren zu den Vorschlägen der Übernahmekommission durch.

Die Mehrheit der Anhörungsteilnehmer sprach sich für die Abschaffung der Kontrollprämie aus. Es wurde im Wesentlichen geltend gemacht, die heutige Regelung verstosse gegen das im Übernahmerecht geltende Prinzip der Gleichbehandlung der Aktionäre und laufe dem europäischen Recht zuwider, was Wettbewerbsnachteile für den schweizerischen Finanzplatz zur Folge habe.

Die Gegner der Abschaffung der Kontrollprämie brachten hauptsächlich vor, die Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie repräsentiere einen ökonomischen Wert, der im Rahmen einer Kontrollprämie bezahlt werden müsse. Die Abschaffung der Kontrollprämie sei daher ein ungerechtfertigter Eingriff in die Vertragsfreiheit. Ausserdem wurde geltend gemacht, die Abschaffung der Kontrollprämie würde Übernahmen verteuern und damit verhindern.

Lediglich vereinzelte Anhörungsteilnehmerinnen und -teilnehmer sprachen sich im Sinne einer Kompromisslösung für die Einschränkung der Bezahlung einer Kontrollprämie auf Kontrollbeteiligungen aus.

### 1.4.4

### Neuerungen gegenüber dem Vernehmlassungsentwurf

Gestützt auf die Vernehmlassung, die Anhörung zur Abschaffung der Kontrollprämie und im Rahmen der Bereinigung der Vorlage durch den Bundesrat wurden gegenüber der Vernehmlassungsvorlage die folgenden wesentlichen materiellen Änderungen vorgenommen:

- Der in den qualifizierten Straftatbeständen des Insiderhandels und der Kursmanipulation verwendete Begriff des «erheblichen Vermögensvorteils» wird genau beziffert (Art. 40 Abs. 2 und Art. 40a Abs. 2 E-BEHG).
- Die maximale Busse bei vorsätzlicher Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen wird nicht auf 500 000 Franken, sondern auf 10 Millionen Franken festgesetzt (Art. 41 Abs. 1 E-BEHG).

- Die Ahndung der Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen bleibt in der Zuständigkeit des EFD und geht nicht auf die Bundesanwaltschaft und das Bundesstrafgericht über.
- Es wird ein Straftatbestand geschaffen, der die vorsätzliche Nichtbefolgung einer rechtskräftig festgestellten Pflicht zur Unterbreitung eines Angebots (Art. 32 BEHG) mit einer Busse von höchstens 10 Millionen Franken sanktioniert (Art. 41a E-BEHG).
- Die aufsichtsrechtlichen Tatbestände des Insiderhandels (Art. 33e E-BEHG) und der Kursmanipulation (Art. 33f E-BEHG) werden in Abweichung zu den strafrechtlichen Tatbeständen des Insiderhandels und der Kursmanipulation unter Verzicht auf die Tatbestandsmerkmale der Bereicherungsabsicht und des Vermögensvorteils formuliert.
- Die Stimmrechtssuspendierung und das Zukaufsverbot werden als vorsorgliche Massnahmen ausgestaltet (Art. 32 Abs. 7 und Art. 34b E-BEHG).
- Die Anwendbarkeit der Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen und über öffentliche Kaufangebote wird ausgedehnt auf Beteiligungen an Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz hauptnotiert sind (Art. 20 Abs. 1 und Art. 22 Abs. 1 E-BEHG)
- Die Aufsichtsinstrumente der Auskunftspflicht, der Feststellungsverfügung, der Veröffentlichung der Verfügung und der Einziehung des Gewinns sind auch auf sämtliche Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer anwendbar, die den Artikel 21 BEHG verletzen.
- Die Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie wird abgeschafft (Art. 32 Abs. 4 E-BEHG).
- Die Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote werden in verschiedenen Punkten neu geregelt (Art. 25 Abs. 5, Art. 33b Abs. 3, Art. 33c Abs. 3 und Art. 33d Abs. 3 E-BEHG).

## **1.5 Rechtsvergleich und Verhältnis zum europäischen Recht**

### **1.5.1 Grundzüge des europäischen Rechts**

Die Richtlinie 2003/6/EG des europäischen Parlaments und des Rats vom 28. Januar 2003<sup>16</sup> über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (nachfolgend: Marktmissbrauchsrichtlinie, MAD<sup>17</sup>) bezweckt die europaweite Harmonisierung der Vorschriften zur Bekämpfung von Marktmissbrauch, um die Integrität der Finanzmärkte sicherzustellen und das Vertrauen der Anlegerinnen und Anleger in diese Märkte zu stärken (vgl. Erwägungsgrund Nr. 12 MAD).

Die Marktmissbrauchsrichtlinie verpflichtet jeden Mitgliedstaat im Sinne einer Mindestanforderung, verwaltungsrechtliche Massnahmen gegen Insiderhandel und

<sup>16</sup> ABl. L 96 vom 12.4.2003, S. 16, geändert durch RL 2010/78/EU, ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 120.

<sup>17</sup> Market Abuse Directive.

Marktmanipulation vorzusehen. Diese müssen wirksam, verhältnismässig und abschreckend sein. Es bleibt den Mitgliedstaaten unbenommen, Insiderhandel und Marktmanipulation auch strafrechtlich zu sanktionieren (vgl. Art. 14 Abs. 1 MAD). Dabei ist darauf hinzuweisen, dass die Mitgliedstaaten kein einheitliches Abgrenzungsmodell zwischen Verwaltungs- und Strafrecht kennen. Strafrechtliche und verwaltungsrechtliche Sanktionen werden entweder alternativ (z.B. Spanien und Deutschland) oder kumulativ (z.B. Italien, Frankreich, Griechenland) verhängt. Im ersten Fall erfolgt die weitere Abgrenzung entweder nach quantitativen (Spanien) oder nach qualitativen Kriterien (Deutschland).<sup>18</sup> Der grosse Ermessensspielraum, den die Marktmissbrauchsrichtlinie den Mitgliedstaaten bei der Sanktionierung von Insiderhandel und Marktmanipulation einräumt, hat dazu geführt, dass die nationalen Sanktionsregelungen sehr unterschiedlich sind.<sup>19</sup>

Zurzeit bestehen in der EU Bestrebungen, die Marktmissbrauchsrichtlinie zu revidieren und das Sanktionsregime im Finanzdienstleistungssektor zu harmonisieren. Konkrete Regulierungsvorschläge liegen indessen zum heutigen Zeitpunkt noch nicht vor. Die Europäische Kommission wird voraussichtlich in der zweiten Hälfte des Jahres 2011 erste Regulierungsvorschläge vorlegen.

Soweit aus heutiger Sicht abschätzbar, stehen bei der Revision der Marktmissbrauchsrichtlinie folgende Revisionspunkte im Vordergrund: Die Ausdehnung des Anwendungsbereichs, beispielsweise auf den Versuch von Marktmanipulation und Instrumente, die an multilateralen Handelssystemen gehandelt werden, die Verbesserung des Sanktionsregimes, beispielsweise durch die Festlegung der Minimalhöhe von Bussen, sowie die Weiterentwicklung eines einheitlichen EU-Regelwerks, das heisst die Aufhebung von Ermessensspielräumen für EU-Mitgliedstaaten bei der Umsetzung der Marktmissbrauchsrichtlinie.<sup>20</sup>

Die EU prüft zudem die Einführung einer generellen Mindestangleichung der nationalen Sanktionsregeln im Bereich der Finanzdienstleistungen. Nach Auffassung der Europäischen Kommission sollen insbesondere alle Mitgliedstaaten für jeden Verstoss gegen eine zentrale Bestimmung eines EU-Rechtsakts einen Standardsatz an Verwaltungsanktionen vorsehen.<sup>21</sup> Wie die Schaffung eines vereinheitlichten Sanktionsregimes mit den Sanktionsbestimmungen der Marktmissbrauchsrichtlinie abgestimmt wird, ist zum heutigen Zeitpunkt noch nicht bekannt.

## **1.5.2 Verbot des Insiderhandels gemäss MAD**

Aufgrund der Marktmissbrauchsrichtlinie ist es Insidern verboten, vertrauliche Informationen zu nutzen, um damit für eigene oder fremde Rechnung direkt oder indirekt Finanzinstrumente zu erwerben, zu veräussern oder dies zu versuchen

<sup>18</sup> Vgl. Petropoulos Vasileios, Der strafrechtliche Schutz des Kapitalmarkts vor Manipulationshandlungen nach schweizerischem und EU-Recht, Diss. Zürich 2009, S. 49 ff.

<sup>19</sup> Vgl. den Report on Administrative Measures and Sanctions as well as the Criminal Sanctions available in Member States under the Market Abuse Directive (MAD) der Europäischen Wertpapieraufsichtsbehörden (CESR) vom 17. Oktober 2007 (CESR-Bericht).

<sup>20</sup> Vgl. Public Consultation on a Revision of the Market Abuse Directive (MAD) vom 25. Juni 2010.

<sup>21</sup> Vgl. Mitteilung der Kommission vom 8. Dezember 2010 über die Stärkung der Sanktionsregelungen im Finanzdienstleistungssektor [KOM(2010) 716 endgültig].

(Art. 2 Abs. 1 MAD). Insider ist es zudem verboten, «Insiderinformationen an Dritte weiterzugeben, soweit dies nicht im normalen Rahmen der Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder der Erfüllung ihrer Aufgaben geschieht», beziehungsweise «auf Grundlage von Insiderinformationen zu empfehlen oder andere Personen zu verleiten, Finanzinstrumente, auf die sich die Information bezieht, zu erwerben oder zu veräussern oder sie von einem Dritten erwerben oder veräussern zu lassen» (Art. 3 MAD).

Der Kreis der insiderfähigen Personen umfasst zunächst die sogenannten Primärsider. Zu diesen gehören die Mitglieder der Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgane der Emittenten sowie Personen, die durch ihre Beteiligung am Kapital des Emittenten oder durch ihre Arbeit, ihren Beruf oder ihre Aufgaben Zugang zu den betreffenden Informationen haben. Erfasst werden ebenfalls Personen, die Insiderinformationen aufgrund krimineller Aktivitäten erhalten haben (Art. 2 MAD). Darüber hinaus umfasst der Täterkreis die sogenannten Sekundärsider, das heisst alle Personen, die über Informationen verfügen, von denen sie wussten oder hätten wissen müssen, dass es sich bei diesen um Insiderinformationen handelt (Art. 4 MAD). Das Insiderverbot gilt sowohl für natürliche als auch für juristische Personen (Art. 1 Ziff. 6 i.V.m. Art. 2 Abs. 1 MAD).

Der sachliche Anwendungsbereich der Marktmissbrauchsrichtlinie bezieht sich auf alle Finanzinstrumente, die zum Handel auf einem geregelten Markt in mindestens einem Mitgliedstaat zugelassen sind oder für die ein Antrag auf Zulassung zum Handel auf einem solchen Markt gestellt wurde (Art. 9 Abs. 1 i.V.m. Art. 1 Ziff. 3 MAD). Ausserdem werden auch Finanzinstrumente erfasst, die zwar selbst nicht auf einem geregelten Markt zugelassen sind, deren Wert jedoch von einem zugelassenen Finanzinstrument abhängt (Art. 9 Abs. 2 MAD). Damit werden auch Transaktionen mit nicht standardisierten OTC-Produkten eingeschlossen, sofern diese von einem zugelassenen Finanzinstrument abhängen. Ob die betreffende Transaktion auf dem geregelten Markt oder ausserhalb desselben getätigt wird, spielt keine Rolle (Art. 9 Abs. 1 MAD).

Insiderinformationen sind nicht öffentlich bekannte präzise Informationen, die direkt oder indirekt Emittenten oder Finanzinstrumente betreffen und geeignet sind, den Kurs des Finanzinstruments oder den Kurs sich darauf beziehender derivativer Finanzinstrumente erheblich zu beeinflussen (vgl. Art. 1 Ziff. 1 MAD).

Der Grossteil der Mitgliedstaaten ahndet den Insiderhandel sowohl auf Ebene des Verwaltungsrechts als auch auf Ebene des Strafrechts. Dabei werden Primärsider in der Regel strenger bestraft als Sekundärsider.

### **1.5.3 Verbot der Marktmanipulation gemäss MAD**

Nach Artikel 5 der Marktmissbrauchsrichtlinie sind die Mitgliedstaaten verpflichtet, allen, das heisst natürliche und juristische Personen, die Marktmanipulation zu verbieten. Folgende Verhaltensweisen fallen unter den Begriff der «Marktmanipulation» (Art. 1 Ziff. 2 2 MAD):

- Geschäfte oder Kauf- beziehungsweise Verkaufsaufträge, die falsche oder irreführende Signale für das Angebot von Finanzinstrumenten, die Nachfrage danach oder deren Kurs geben oder geben könnten oder den Kurs eines oder mehrerer Finanzinstrumente durch eine Person oder mehrere in

Absprache handelnde Personen in der Weise beeinflussen, dass ein anormales oder künstliches Kursniveau erzielt wird. Ausgenommen ist der Fall, da die Person, welche die Geschäfte abgeschlossen oder Aufträge erteilt hat, nachweisen kann, dass sie legitime Gründe dafür hatte und dass diese Geschäfte oder Aufträge nicht gegen die zulässige Marktpraxis auf dem betreffenden geregelten Markt verstossen;

- Geschäfte oder Kaufs- beziehungsweise Verkaufsaufträge unter Vorspiegelung falscher Tatsachen oder unter Verwendung sonstiger Kunstgriffe oder Formen der Täuschung;
- Verbreitung von Informationen über die Medien einschliesslich Internet oder auf anderem Wege, die falsche oder irreführende Signale in Bezug auf Finanzinstrumente geben oder geben könnten, u.a. durch Verbreitung von Gerüchten oder falschen oder irreführenden Nachrichten, wenn die Person, die diese Information verbreitet hat, wusste oder hätte wissen müssen, dass sie falsch oder irreführend waren.

Die Definition der Marktmanipulation stellt allein auf das Verhalten der betreffenden Personen ab, nicht aber auf ihre Absicht oder ihr Ziel. Erfasst werden auch sämtliche echten Transaktionen mit manipulatorischem Charakter. Dabei wird die Kursmanipulation vom Grossteil der Mitgliedstaaten sowohl verwaltungsrechtlich als auch strafrechtlich geahndet. Nur wenige Staaten, darunter etwa Österreich, sehen allein ein verwaltungsrechtliches Verbot vor. Die echten Transaktionen mit manipulatorischem Charakter werden indes überwiegend lediglich auf Ebene des Verwaltungsrechts verboten. Eine Ausnahme bildet beispielsweise Deutschland.

### **1.5.4 Beurteilung der Vorlage im Vergleich zum europäischen Recht<sup>22</sup>**

Gemäss der Vorlage werden Insiderhandel und Marktmanipulation für sämtliche Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer auf Ebene des Aufsichtsrechts verboten. Bei Verletzung der genannten aufsichtsrechtlichen Pflichten werden effiziente und verhältnismässige aufsichtsrechtliche Massnahmen vorgesehen. Die Vorlage entspricht damit weitgehend der Marktmissbrauchsrichtlinie.

Die Vorlage sieht weiter eine strafrechtliche Ahndung des Insiderhandels und der Kursmanipulation, nicht jedoch der echten Transaktionen mit manipulatorischem Charakter vor. Soweit aufgrund des unterschiedlichen Verständnisses von Verwaltungs- und Strafrecht in den einzelnen Mitgliedstaaten und in der Schweiz ein Vergleich überhaupt möglich ist (vgl. Ziff. 1.5.1), entspricht diese Regelung der Mehrheit der Mitgliedstaaten der EU. Die Vorlage ist daher in Bezug auf die genannten Punkte auch auf Ebene des Strafrechts mit dem Recht der EU-Mitgliedstaaten weitgehend kompatibel.

Ob die geplanten Revisionsprojekte der EU wesentliche Neuerungen bringen werden, ist mangels Vorliegen konkreter Regulierungsvorschläge zum heutigen Zeit-

<sup>22</sup> Die Ausführungen dieses Kapitels beschränken sich auf eine grundsätzliche Beurteilung der Vorlage im Vergleich zum europäischen Recht. Für Einzelheiten – insbesondere betreffend die Abschaffung der Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie – wird auf die entsprechenden Ausführungen unter Ziffer 1.2 und 1.3 verwiesen.

punkt noch nicht abschätzbar. Angesichts der Dringlichkeit der Anpassungen im schweizerischen Recht soll aber mit der Änderung des Börsengesetzes nicht zugewartet werden, bis die EU ihre Revisionsprojekte abgeschlossen hat.

## **1.6 Erledigung parlamentarischer Vorstösse**

Die Motion Wicki (06.3426), Totalrevision des Insiderstrafrechts, beauftragt den Bundesrat, die Artikel 161 und 161<sup>bis</sup> StGB einer Totalrevision zu unterziehen und der Bundesversammlung einen entsprechenden Entwurf vorzulegen. Die Motion wird mit vorliegender Botschaft umgesetzt und kann abgeschrieben werden.

## **2 Erläuterungen zu den einzelnen Artikeln**

### **2.1 Börsengesetz**

#### *Ingress*

Im Ingress werden die Bestimmungen der Bundesverfassung aufgeführt.

#### *Art. 2 Bst. f (neu)*

Der Begriff der «Insiderinformation» wird in den Artikeln 33e und 40a E-BEHG mehrmals verwendet. Der Ausdruck «vertrauliche Information» entspricht inhaltlich demjenigen der «vertraulichen Tatsache» gemäss dem geltenden Artikel 161 StGB. Die betroffenen Effekten müssen an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sein. Damit werden auch Titel des sogenannten «Sponsored Segment» der SIX Swiss Exchange erfasst, die nur zum Handel zugelassen, aber nicht kotiert sind. Die Begriffe der «Vertraulichkeit» und der «Kursrelevanz» entsprechen demjenigen des bisherigen Rechts (Art. 161 StGB).

#### *Art. 20*

##### *Abs. 1*

Neu gelten die Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen auch für Beteiligungen an Gesellschaften mit statutarischem Sitz im Ausland, sofern sie ganz oder teilweise in der Schweiz hauptkотиert sind. Eine Gesellschaft ist an jener Börse hauptkотиert, deren Regeln sie ausnahmslos zu beachten hat, auch wenn sie in Konflikt stehen mit den Regeln einer anderen Börse, an der die Gesellschaft kotiert ist. Die Hauptkотierung ist damit nicht notwendigerweise identisch mit dem in den Reglementen der Börse verwendeten Begriff der Primärkотierung.

Sollte es sich als notwendig erweisen, so wird der Bundesrat den Begriff der Hauptkотierung in der Börsenverordnung genauer umschreiben (vgl. Art. 45 BEHG).

##### *Abs. 4bis*

Die Zuständigkeit zur Stimmrechtssuspendierung wegen Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen wird vom Zivilgericht auf die FINMA übertragen. Da es sich bei dieser Massnahme damit zukünftig um ein Aufsichtsinstrument der FINMA handelt, wird es in das 6. Abschnitt «Aufsicht» verschoben (vgl. Art. 34b

E-BEHG). Auf inhaltliche Änderung wird unter der genannten Bestimmung näher eingegangen.

#### *Art. 22*

##### *Abs. 1*

Der Anwendungsbereich der Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote wird ausgedehnt. Nebst Beteiligungspapieren an Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz kotiert sind, werden neu auch Beteiligungen an Gesellschaften mit Sitz im Ausland erfasst, sofern sie ganz oder teilweise in der Schweiz hauptkotiert sind. Für den Begriff der Hauptkotierung wird auf die Erläuterungen zu Artikel 20 Absatz 1 E-BEHG verwiesen.

##### *Abs. 1<sup>bis</sup> (neu)*

Angesichts der zu beobachtenden Zunahme von schweizerischen Gesellschaften, die sowohl an der SIX Swiss Exchange als auch an einem ausländischen Handelsplatz kotiert sind (sogenanntes dual listing), ist für die Zukunft vermehrt mit positiven Regelungskonflikten zu rechnen. Die Bestimmung kodifiziert die diesbezügliche Praxis der Übernahmekommission. Sie erfasst zudem Fälle, in welchen die Anwendung des schweizerischen Übernahmerechts zu unerträglichen Widersprüchen mit ausländischem Gesellschaftsrecht führen könnte. Dies wäre etwa der Fall, wenn das schweizerische Recht den Verwaltungsrat der Zielgesellschaft zu einer Handlung zwingt (z.B. zur Abgabe einer Stellungnahme zum Angebot), die ihm gemäss ausländischem Gesellschaftsrecht verboten ist (z.B. wegen einer strengen Neutralitätspflicht).

#### *Art. 23 Abs. 5*

Die Übernahmekommission kann neu nicht nur von den Anbietern und den Zielgesellschaften, sondern auch von den Aktionärinnen und Aktionären mit Parteilstellung Gebühren erheben.

#### *Art. 32*

##### *Abs. 4*

Der Preis des Angebots muss mindestens gleich hoch sein wie der höhere der folgenden beiden Beträge: Börsenkurs oder höchster Preis, den der Anbieter in den zwölf letzten Monaten für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat. Die Bezahlung einer Kontrollprämie ist damit nicht mehr möglich.

##### *Abs. 7*

Die Stimmrechtssuspendierung zielt als vorsorgliche aufsichtsrechtliche Massnahme darauf ab, für die Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts schädliche Auswirkungen einer Verletzung der Angebotspflicht nach Artikel 32 BEHG zu verhindern. Sie betrifft sämtliche Stimmrechte sowie die damit zusammenhängenden Rechte, das heisst das Recht auf Einberufung einer Generalversammlung, das Teilnahmerecht, das Recht auf Auskunft, das Recht auf Einsicht und das Antragsrecht. Die Aktionärinnen und Aktionäre ohne Stimmrecht beziehungsweise die von ihnen gehaltenen Aktien werden bei der Berechnung qualifizierter Mehrheiten nicht berücksichtigt. Nur so kann die Funktionsfähigkeit der Zielgesellschaft sichergestellt werden. Die

Stimmrechtssuspensionierung ist aufzuheben, sobald die Übernahmekommission festgestellt hat, dass keine Angebotspflicht besteht oder die betroffene Person ihre Angebotspflicht erfüllt hat.

Um zu verhindern, dass die Stimmrechtssuspensionierung durch den Kauf von neuen Beteiligungen umgangen werden kann, erhält die Übernahmekommission die Möglichkeit, ein Zukaufsverbot zu verhängen. Dieses verbietet es einer Person, welche ihrer Angebotspflicht nach Artikel 32 BEHG nicht nachkommt, direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten weitere Aktien sowie Erwerbs- oder Veräußerungsrechte bezüglich Aktien der betroffenen Gesellschaft zu erwerben. Das Zukaufsverbot ist aufzuheben, sobald Übernahmekommission festgestellt hat, dass keine Angebotspflicht besteht oder die betroffene Person ihre Angebotspflicht erfüllt hat.

#### *Art. 33b Abs. 3*

Die Bestimmung steht in Einklang mit Artikel 20 Absatz 1 BEHG, die eine Meldepflicht ab einer Beteiligung von drei Prozent vorsieht. Diese Korrelation zwischen Artikel 33b Absatz 3 E-BEHG und Artikel 20 Absatz 1 BEHG ermöglicht es dem Anbieter, die Aktionärinnen und Aktionäre, die in das Verfahren eingreifen könnten, verlässlich zu identifizieren und damit sein Prozessrisiko besser einzuschätzen.

#### *Art. 33c Abs. 3*

Die Parteistellung vor der FINMA bestimmt sich analog zu jener vor dem Bundesverwaltungsgericht nach Artikel 48 VwVG. Als Partei vor der FINMA auftreten können damit insbesondere nur Personen, die formell beschwert sind, das heisst Personen, die bereits vor der Übernahmekommission Partei waren.

#### *Art. 33d Abs. 3 (neu)*

Die Nichtanwendbarkeit der gesetzlichen Bestimmungen über den Stillstand der Fristen (vgl. Art. 22a VwVG) gilt bereits für das Verfahren vor der Übernahmekommission und der FINMA (vgl. Art. 33b Abs. 3 und Art. 33c Abs. 3 BEHG). Die analoge Regelung für das Verfahren vor dem Bundesverwaltungsgericht trägt dem Umstand Rechnung, dass Verfahren in Übernahmesachen oft unter hohem zeitlichem Druck abzuwickeln sind.

## **5a. Abschnitt: Aufsichtsrechtlich unzulässiges Marktverhalten**

### *Art. 33e (neu)*      Ausnützen von Insiderinformationen

#### *Abs. 1*

Die Bestimmung entspricht weitgehend dem Straftatbestand des Insiderhandels (Art. 40a E-BEHG). Weil das Aufsichtsrecht im Unterschied zum Strafrecht nicht auf die Vergeltung eines Fehlverhaltens abzielt, wird auf die Merkmale des Vermögensvorteils und des subjektiven Verschuldens verzichtet. Damit das Verbot nicht zu weit greift, wird jedoch vorausgesetzt, dass die betroffene Person weiss oder wissen muss, dass es sich um eine Insiderinformation handelt. Dabei muss nicht nachgewiesen werden, dass die betroffene Person es wirklich wusste. Massgebend ist, was eine

durchschnittliche Marktteilnehmerin oder ein durchschnittlicher Marktteilnehmer bei pflichtgemässer Aufmerksamkeit wissen kann. Es wird vorausgesetzt, dass das Effektingeschäft aufgrund einer Insiderinformation vorgenommen wird. Effektingeschäfte, die trotz Kenntnis einer Insiderinformation nachweisbar nicht aufgrund derselben erfolgen, fallen daher nicht unter das Verbot.

Verboten sind insbesondere folgende Verhaltensweisen:

- Ausnützen der Kenntnis von Kundenaufträgen zur vorgängigen, parallelen oder unmittelbar danach anschliessenden Durchführung von gleichlaufenden Eigengeschäften («Frontrunning», «Parallelrunning» oder «Afterrunning»);
- öffentliche Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Effekten, ohne zuvor oder in unmittelbarem Zusammenhang mit dieser Empfehlung in gleicher Weise publik gemacht zu haben, diese Effekte oder hierauf bezogene Finanzinstrumente selbst zu besitzen oder über entsprechende Short-Positionen zu verfügen («Scalping»).

#### *Abs. 2*

Das statuierte aufsichtsrechtliche Verbot des Insiderhandels greift ohne weitere Einschränkung zu weit. Der Bundesrat wird daher Vorschriften über die zulässige Verwendung von Insiderinformationen insbesondere im Zusammenhang mit Effektingeschäften zur Vorbereitung eines öffentlichen Kaufangebots erlassen. Zudem sind Ausnahmen im Zusammenhang mit einer besonderen Rechtsstellung des Informationsempfängers möglich. Als grundsätzlich zulässig gelten etwa folgende Effektingeschäfte und Verhaltensweisen:

- Käufe von Effekten eines zu übernehmenden Unternehmers durch den potenziellen Übernehmer selbst oder durch von diesem beauftragte Dritte auf Rechnung des Ersteren zwecks Vorbereitung der Übernahme;
- Rückkauf von eigenen Effekten zur Vorbereitung oder im Rahmen eines Rückkaufprogramms;
- Weitergabe von Insiderinformationen an beauftragte Dritte;
- Weitergabe von Insiderinformationen durch den abgeordneten Verwaltungsrat einer Körperschaft des öffentlichen Rechts an die abordnende Körperschaft, damit diese ihr öffentliches Interesse wahrnehmen und entsprechende Weisungen erteilen kann.
- Weitergabe von Insiderinformationen bei der Überprüfung der Einhaltung von regulativen (z.B. Wettbewerbs- und Preisbildungsvorschriften sowie Grundversorgungsverpflichtungen) und strategischen Vorgaben (z.B. strategische Ziele und Leistungsaufträge), die im öffentlichen Recht verankert sind.

#### *Art. 33f (neu) Marktmanipulation*

##### *Abs. 1*

Im Unterschied zur strafrechtlichen Kursmanipulation setzt das aufsichtsrechtliche Verbot der Marktmanipulation keine Bereicherungsabsicht voraus. Es wird jedoch gefordert, dass die betroffene Person weiss oder wissen muss, dass die verbreiteten Informationen (Bst. a), die vorgenommenen Geschäfte oder die erteilten Aufträge (Bst. b) irreführende Informationen in Bezug auf Effekten geben, die an einer Börse

oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind. Massgebend ist, ob eine durchschnittliche Marktteilnehmerin oder ein durchschnittlicher Marktteilnehmer erkennen kann, ob eine bestimmte Information falsch oder irreführend ist. Das Tatbestandsmerkmal «Signal» wird benutzt, um das Kursbeeinflussungspotenzial der Handlung zu kennzeichnen. Ein «falsches» Signal widerspricht den üblichen und wahren Marktverhältnissen, und ein «irreführendes» Signal kann einen verständigen und mit dem Markt des Finanzinstruments vertrauten Anleger täuschen.

Buchstabe b beinhaltet ein umfassendes Verbot von Scheingeschäften und Scheinaufträgen «Wash Sales, Matches Orders» sowie von echten Transaktionen mit manipulatorischem Charakter. Effektengeschäfte müssen einen wirtschaftlichen Hintergrund aufweisen und einem echten Angebots- und Nachfrageverhalten entsprechen. Effektengeschäfte oder blosser Auftragseingaben, die den Anschein von Marktaktivität erwecken oder Liquidität, Börsenkurs oder Bewertung von Effekten verzerren, sind nicht zulässig. Verboten sind insbesondere die folgenden Handlungen:

- bewusste Verursachung eines Überhangs an Verkauf- oder Kaufaufträgen zur Liquiditäts- und Preisverzerrung («Ramping», «Camping», «Pegging»);
- Aufbau von grossen Positionen mit der Absicht, den Markt zu verengen («Squeeze» oder «Corner»);
- Platzieren von Scheinaufträgen für grosse Blöcke im Handelssystem in der Absicht, diese umgehend wieder zu löschen («Spoofing»).

Vom Verbot umfasst werden im Weiteren nicht nur Transaktionen in Effekten selbst, sondern auch Geschäfte und Kauf- oder Verkaufsaufträge in abgeleiteten Finanzinstrumenten (OTC-Produkten) oder bei Derivaten in den zugrundeliegenden Basiswerten, soweit dadurch falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Kurs von Effekten erfolgten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind.

#### *Abs. 2*

Verhaltensweisen, die einem echten Angebots- und Nachfrageverhalten entsprechen, sollen vom Verbot nicht erfasst werden. Der Bundesrat wird daher entsprechende zulässige Verhaltensweisen umschreiben. Zu denken ist dabei insbesondere an folgende Effektengeschäfte oder Verhaltensweisen:

- Effektengeschäfte zum Zweck der Preisstabilisierung oder Kurspflege (vorübergehendes Glätten von Preisausschlägen) während eines im Voraus bestimmten, verlängerbaren Zeitraums;
- Preisstabilisierungsmassnahmen nach der Zuteilung aus einer öffentlichen Effektenplatzierung während einer begrenzten Zeitspanne;
- Effektengeschäfte im Rahmen von Preisstellungen für die Nachfrage- oder Angebotsseite (Market Making);
- Rückkauf von eigenen Effekten im Rahmen eines Rückkaufprogramms;
- *Nostro-Nostro Inhouse Crosses*, wenn die gegenläufigen Geschäfte unabhängig voneinander und ohne Absprache im Börsensystem zusammengeführt werden.

#### *Art. 34*      Aufsichtsinstrumente

Gegenüber den Beaufsichtigten kann die FINMA sämtliche im FINMAG vorgesehenen aufsichtsrechtlichen Massnahmen ergreifen sowie ein Tätigkeitsverbot nach Artikel 35a BEHG aussprechen.

Die Bestimmung räumt der FINMA neu die Kompetenz ein, auch gegen (natürliche und juristische) Personen, die von der FINMA nicht beaufsichtigt werden, ein Aufsichtsverfahren wegen Verletzung der Artikel 20, 21, 33e und 33f E-BEHG zu führen und die Aufsichtsinstrumente der Auskunftspflicht, der Feststellungsverfügung, der Veröffentlichung der aufsichtsrechtlichen Verfügung und der Einziehung des Gewinns zu ergreifen. Dabei gilt die Auskunftspflicht ab dem Zeitpunkt der Vornahme aufsichtsrechtlicher Vorabklärungen und nicht erst dann, wenn die Gesetzesverletzung feststeht. Der Rechtsschutz richtet sich nach Artikel 54 FINMAG.

#### *Art. 34b (neu)*      Stimmrechtssuspendierung und Zukaufsverbot

Die Stimmrechtssuspendierung zielt als vorsorgliche aufsichtsrechtliche Massnahme darauf ab, für die Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts schädliche Auswirkungen der Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen nach Artikel 20 BEHG zu verhindern. Sie betrifft sämtliche Stimmrechte sowie die damit verbundenen Rechte, das heisst: das Recht auf Einberufung einer Generalversammlung, das Teilnahmerecht, das Recht auf Auskunft, das Recht auf Einsicht und das Antragsrecht. Die Aktionärinnen und Aktionäre ohne Stimmrecht beziehungsweise die von ihnen gehaltenen Aktien werden bei der Berechnung qualifizierter Mehrheiten nicht berücksichtigt. Nur so kann die Funktionsfähigkeit der Gesellschaft sichergestellt werden. Die Stimmrechtssuspendierung ist aufzuheben, sobald die FINMA festgestellt hat, dass die Meldepflicht nicht verletzt wurde oder die betroffene Person ihrer Meldepflicht nachgekommen ist.

Um zu verhindern, dass die Stimmrechtssuspendierung durch den Kauf von neuen Beteiligungen umgangen werden kann, erhält die FINMA die Möglichkeit, ein Zukaufsverbot zu verhängen. Dieses verbietet es einer Person, welche ihrer Meldepflicht nach Artikel 20 BEHG nicht nachkommt, direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten weitere Aktien sowie Erwerbs- oder Veräusserungsrechte bezüglich Aktien der betroffenen Gesellschaft zu erwerben. Das Zukaufsverbot ist aufzuheben, sobald die FINMA festgestellt hat, dass die Meldepflicht nicht verletzt wurde oder die betroffene Person ihrer Meldepflicht nachgekommen ist.

#### *Art. 40*      Ausnützen von Insiderinformationen

Die Struktur der Norm folgt dem Täterkreis und der Schwere der angedrohten Strafe. Als Täter kommt jede natürliche Person in Frage, die über Insiderinformationen verfügt. Die Schwere der Strafe hängt davon ab, aus welchem Grund eine Person Kenntnis von einer Insiderinformation hat. Primärsider, das heisst Personen, die direkten Zugang zu Insiderinformationen haben, werden grundsätzlich mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe (Abs. 1) oder in qualifizierten Fällen mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe (Abs. 2) bestraft. Sekundärsider, das heisst Personen, die von einem Primärsider gezielt eine Insiderinformation erhalten oder eine Insiderinformation durch ein Verbrechen oder

Vergehen erlangen, werden mit Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder Geldstrafe bestraft (Abs. 3). Wer eine Insiderinformation nur zufällig erhält, wird mit Busse bestraft (Abs. 4).

### *Täterkreis*

Die in Absatz 1 umschriebenen Personen gelten als sogenannte Primärinsider. Es handelt sich dabei um Personen, die aufgrund ihrer Tätigkeit oder Beteiligung bestimmungsgemäss direkten Zugang zu Insiderinformationen haben. Namentlich erwähnt werden Personen, die Organ oder Mitglied eines Leitungs- oder Aufsichtsorgans eines Emittenten oder einer Gesellschaft sind, die einen Emittenten beherrscht, oder einer Gesellschaft, die von ihm beherrscht wird. Es kommen aber auch weitere Personen in Frage, wie etwa eine Forschungsleiterin oder eine Forschungsleiter, eine Leiterin oder ein Leiter einer M&A-Abteilung oder die Leiterin oder der Leiter eines Rechtsdienstes. Als Primärinsider gelten damit auch Personen, die nach geltendem Recht als Hilfspersonen oder als Beauftragte einzustufen sind, wie Assistenten und rechtliche Beraterinnen, ferner Personen, die unterhalb der obersten Führungsstufe Zugang zu sensitiven Informationen haben oder diese gar schaffen.

Die Insiderinformation muss nicht unbedingt aus dem unmittelbaren beruflichen Umfeld des Täters oder der Täterin stammen. Eine Person, die Kenntnis davon hat, dass ihr Unternehmen mit einem anderen Unternehmen einen noch nicht publik gewordenen Vertrag abschliessen wird, der sich voraussichtlich in erheblichem Masse auf den Börsenkurs des anderen Unternehmens auswirken wird, ist Primärinsider. Darüber hinaus sind auch Fälle erfasst, in denen der Primärinsider Kenntnis von einer vertraulichen Information erhält, die Umstände ausserhalb des Unternehmens betrifft, die für den Aktienkurs des Unternehmens jedoch von Bedeutung sind, beispielsweise das Auffinden neuer oder das Versiegen vorhandener Rohstoffquellen.

Sekundärinsider sind Personen, die eine Information direkt beziehungsweise aktiv von einem Primärinsider erhalten haben, beispielsweise ein Journalist, der im Rahmen einer Presseinformation vorgängig über vertrauliche Umstände informiert wird. Erforderlich ist, dass eine Person gezielt informiert wird. Werden im Rahmen einer Übernahmeverhandlung der potenziellen Käuferin oder dem potenziellen Käufer Insiderinformationen aus dem anderen Unternehmen offengelegt und nützt dieser sie aus, indem er Transaktionen tätigt, so ist der Insiderstrafatbestand erfüllt.

Personen, die eine Insiderinformation durch ein Verbrechen oder Vergehen erlangt haben, das sie selbst begangen haben, werden wie Sekundärinsider behandelt.

Zum Täterkreis gehören ebenfalls Personen, die zufällig Kenntnis von einer Insiderinformation erhalten, beispielsweise das Reinigungspersonal, das im Rahmen seiner Tätigkeit (z.B. beim Leeren des Papierkorbs) Kenntnis von Insiderinformation erlangt.

Vom Täterkreis nicht erfasst werden nach wie vor juristische Personen. Die Anwendbarkeit von Artikel 102 Absatz 2 StGB (sekundäre strafrechtliche Verantwortlichkeit des Unternehmens) hätte zur Folge, dass die Unternehmen ihre Mitarbeitenden rund um die Uhr überwachen müssten. Eine solche Totalüberwachung wäre, sofern überhaupt realisierbar, mit übermässigen Kosten für die Unternehmen verbunden. Eine Strafbarkeit des Unternehmens erweist sich im Übrigen auch des-

halb als unnötig, weil vermögenswerte Vorteile, die bei einem Unternehmen aus Anlass eines Insiderdeliktes angefallen sind, eingezogen werden können (vgl. Art. 70 Abs. 1 StGB).

### *Tatobjekt*

Tatobjekt bilden vertrauliche Informationen, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs von in der Schweiz an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung zum Handel zugelassen Effekten erheblich zu beeinflussen (sogenannte Insiderinformationen). Der Begriff wird neu in Artikel 2 Buchstabe f definiert. Es wird auf die diesbezüglichen Erläuterungen verwiesen.

### *Tathandlung*

Dem Primärinsider ist es verboten, für sich oder einen anderen einen Vermögensvorteil zu erzielen, indem er eine Insiderinformation dazu ausnützt, in der Schweiz an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung zum Handel zugelassene Effekten zu erwerben oder zu veräussern oder daraus abgeleitete Finanzinstrumente (OTC-Produkte) einzusetzen (Bst. a), indem er die Insiderinformation einem anderen mitteilt (Bst. b) oder indem er eine Insiderinformation dazu ausnützt, einem anderen eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräusserung von Effekten oder zum Einsatz von daraus abgeleiteten Finanzinstrumenten (OTC-Produkten) abzugeben (Bst. c). Damit werden auch Transaktionen mit nicht standardisierten OTC-Produkten erfasst, sofern diese von Effekten abhängen, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind. Ob die betreffende Transaktion auf dem geregelten Markt oder ausserhalb desselben getätigt wird, spielt keine Rolle.

Allen übrigen Personen ist es verboten, für sich oder einen anderen einen Vermögensvorteil zu erzielen, indem sie eine Insiderinformation dazu ausnutzen, Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, zu erwerben oder zu veräussern oder daraus abgeleitete Finanzinstrumente einzusetzen. Für die Absätze 3 und 4 wird damit nur die Tathandlungsvariante von Absatz 1 Buchstabe a übernommen. Dies ist gerechtfertigt, da nur der Primärinsider die Pflicht hat, die in Frage stehende Information als Geheimnis zu hüten.

Das Delikt ist erst vollendet, wenn der Täter für sich oder für einen anderen einen Vermögensvorteil erzielt hat. Hat der Täter mit der Absicht gehandelt, einen Vermögensvorteil zu erzielen, ist dieser aber nicht eingetreten, so kommt allein eine Strafbarkeit wegen eines versuchten Delikts in Frage. Die Weitergabe von Insiderinformationen ohne zumindest die Absicht, für sich oder einen anderen einen Vermögensvorteil zu erzielen, ist damit nicht strafbar.

Erzielt der Primärinsider einen Vermögensvorteil von mehr als 1 Million Franken, so liegt ein qualifizierter Tatbestand vor (Abs. 2). Der Betrag wird aus Gründen der Rechtssicherheit ins Gesetz aufgenommen. Ein tieferer Betrag wäre dem Unrechtsgehalt der Tat nicht angemessen. Für die Finanzintermediäre hat die Einführung des qualifizierten Tatbestandes nicht zur Folge, dass sie sämtliche Transaktionen systematisch auf Insiderhandel untersuchen müssen. Anwendbar ist vielmehr Artikel 6 des Bundesgesetzes vom 10. Oktober 1997 über die Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung im Finanzsektor (Geldwäschereigesetz, GwG; SR 955.0). Dieser

sieht insbesondere vor, dass der Finanzintermediär die wirtschaftlichen Hintergründe und den Zweck einer Transaktion oder einer Geschäftsbeziehung abzuklären hat, wenn sie ungewöhnlich erscheint, es sei denn, ihre Rechtmässigkeit sei erkennbar.

#### *Subjektiver Tatbestand*

Subjektiv ist Vorsatz erforderlich. Die fahrlässige Bekanntgabe von Insiderwissen ist nicht strafbar.

#### *Art. 40a (neu) Kursmanipulation*

Der Straftatbestand der Kursmanipulation (Abs. 1) entspricht inhaltlich dem geltenden Artikel 161<sup>bis</sup> StGB.

Erzielt der Täter einen Vermögensvorteil von mehr als 1 Million Franken, so liegt ein qualifizierter Tatbestand vor (Abs. 2). Der Betrag wird aus Gründen der Rechtssicherheit ins Gesetz aufgenommen. Ein tieferer Betrag wäre dem Unrechtsgehalt der Tat nicht angemessen. Für die Finanzintermediäre hat die Einführung des qualifizierten Tatbestandes nicht zur Folge, dass sie sämtliche Transaktionen systematisch auf Insiderhandel untersuchen müssen. Anwendbar ist vielmehr Artikel 6 GwG, der insbesondere vorsieht, dass der Finanzintermediär die wirtschaftlichen Hintergründe und den Zweck einer Transaktion oder einer Geschäftsbeziehung abzuklären hat, wenn sie ungewöhnlich erscheint, es sei denn, ihre Rechtmässigkeit sei erkennbar.

#### *Art. 41 Abs. 1 und 2*

Wer vorsätzlich seine Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen nach den Artikeln 20 und 31 BEHG verletzt, kann mit Busse bis 10 Millionen Franken bestraft werden. Mit dieser Regelung wird die geltende Bestimmung abgelöst, wonach sich die Busse aufgrund der Differenz zwischen dem Anteil, über den die meldepflichtige Person neu verfügt, und dem letzten vom ihr gemeldeten Grenzwert berechnet. Die heutige Regelung ist rechtsstaatlich problematisch und entspricht dem Unrechtsgehalt der Tat nicht.

#### *Art. 41a (neu) Verletzung der Angebotspflicht*

Mit Busse bis zu 10 Millionen Franken wird bestraft, wer vorsätzlich einer rechtskräftig festgestellten Pflicht zur Unterbreitung eines öffentlichen Kaufangebots (Art. 32) keine Folge leistet. Die Höhe der Busse orientiert sich an der Busshöhe bei Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen (Art. 41 E-BEHG). Die beiden Tatbestände weisen einen ähnlich hohen Unrechtsgehalt auf.

#### *Art. 44 Zuständigkeit*

Verfolgung und Beurteilung der Widerhandlungen des Insiderhandels und der Kursmanipulation unterstehen der Bundesgerichtsbarkeit. Verfolgende Behörde ist die Bundesanwaltschaft. Die Möglichkeit, dass die Bundesanwaltschaft die Zuständigkeit an die Kantone delegiert, wird bewusst nicht vorgesehen, weil es notwendig ist, das zur Verfolgung des Insiderhandels und der Kursmanipulation notwendige Fachwissen zu bündeln. Die erstinstanzliche Beurteilung der genannten Delikte obliegt dem Bundesstrafgericht. Möglichkeit und Voraussetzungen für einen Wei-

terzug ans Bundesgericht richten sich nach den Artikel 78 ff. des Bundesgerichtsgesetzes vom 17. Juni 2005<sup>23</sup> (BGG).

*Art. 51*

Die Bestimmung hat ihre Bedeutung verloren und wird daher aufgehoben.

*Art. 53 Übergangsbestimmungen zur Änderung vom ...*

*Abs. 1*

Wer bei Inkrafttreten des revidierten Artikels 20 E-BEHG über eine offenzulegende Beteiligung an einer Gesellschaft verfügt, die erstmals von den Bestimmungen des 4. Abschnitts erfasst wird, hat dies innert einem Jahr mitzuteilen. Die Bestimmung ist weitgehend dem geltenden Artikel 51 BEHG nachgebildet. Da die die Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen heute im Gegensatz zum Zeitpunkt der Schaffung des Börsengesetzes keine grundlegende Neuerung darstellt, beträgt die Übergangsfrist im Gegensatz zum geltenden Artikel 51 BEHG nicht drei Jahre, sondern ein Jahr.

*Abs. 2*

Der geltende Artikel 52 gilt auch für Personen, die bei Inkrafttreten des revidierten Artikels 22 E-BEHG erstmals von den Bestimmungen des 5. Abschnitts erfasst werden.

*Art. 54*

Die Bestimmung hat ihre Bedeutung verloren und wird daher aufgehoben.

## **2.2 Änderung bisherigen Rechts**

*Art. 41 ZPO und 151 Abs. 4 IPRG*

Mit der Vorlage entfällt die Zuständigkeit der Zivilgerichte für die Stimmrechtsklage. Artikel 41 ZPO und Artikel 151 Absatz 4 IPRG werden daher ersatzlos gestrichen.

*Art. 161 und 161<sup>bis</sup> StGB*

Die Straftatbestände des Insiderhandels und der Kursmanipulation werden ins Börsengesetz überführt (vgl. Art. 40 und 40a E-BEHG) und daher im Strafgesetzbuch aufgehoben.

*Art. 269 Abs. 2 Bst. a und i (neu) StPO*

Artikel 161 StGB wird gestrichen und durch Artikel 40a BEHG ersetzt. Da der Straftatbestand der Kursmanipulation denselben Unrechtsgehalt aufweist wie jener des Insiderhandels und aufgrund der internationalen Vernetzung der Finanzmärkte

<sup>23</sup> SR 173.110



### **3.3 Auswirkungen auf die Volkswirtschaft<sup>24</sup>**

#### **3.3.1 Ökonomische Bedeutung des Schweizer Finanzplatzes**

Die Schweiz verfügt über einen starken Finanzplatz, der eine tragende Säule der Schweizer Wirtschaft darstellt. Der Finanzplatz sorgt für die möglichst optimale Allokation des Produktionsfaktors Kapital und erfüllt damit im Rahmen der Gesamtwirtschaft eine wichtige Transmissionsfunktion. Durch eine effiziente Kapital- und Risikoallokation sowie eine ausreichende Kreditversorgung schafft die Finanzbranche eine zentrale Voraussetzung dafür, dass die Volkswirtschaft ihr Wachstumspotenzial ausschöpfen kann.

Der Anteil des Finanzsektors an der gesamtschweizerischen Wertschöpfung hat sich in den letzten 15 Jahren stetig erhöht. Der Beitrag dieses Sektors zum Bruttoinlandprodukt (BIP) stieg von knapp 7 Prozent im Jahr 1990 auf über 12 Prozent im Jahr 2008 an. Im Jahr 2009 sank er allerdings infolge der Finanzkrise auf rund 11 Prozent des BIP. Der Finanzsektor wies im Jahr 2010 rund 212 000 Beschäftigte (Vollzeit-äquivalente) auf. Dies entspricht 6,2 Prozent der gesamten arbeitstätigen Bevölkerung. Die von der Finanzindustrie generierten Einkommens- und Unternehmenssteuern (natürliche und juristische Personen) betragen 2008 7,4 Prozent des gesamten Steueraufkommens aller Staatsebenen.

Börsen erleichtern die effiziente Allokation des Kapitals, indem sie die Ersparnisse den Investitionsbedürfnissen des Produktionssektors zuführen. Unternehmen können mittels der Börse ihre Finanzierung sicherstellen, während Investoren die Börse verwenden, um ihr Kapital zu investieren. Eine funktionierende und effiziente Börse ist für die Schweiz ein bedeutender Standortfaktor. Die regulatorische Harmonisierung hat Markteintrittsbarrieren verringert. Zudem führt die zunehmende Standardisierung der Infrastruktur-Dienstleistungen zu einem intensiven Preiswettbewerb, welcher den Konsolidierungsdruck erhöht. Der Wettbewerb mit neuen, alternativen Handelsplattformen übt zusätzlichen Druck aus. Global besteht demzufolge ein intensiver Konkurrenzkampf zwischen den Börsen. Es ist deshalb wichtig, die Gesetzgebung im Bereich des Börsenwesens so anzupassen, dass die Schweizer Börse kompetitiv bleibt.

Die Marktkapitalisierung von im Inland kotierten Unternehmungen im Verhältnis zum BIP (sogenannte Marktkapitalisierung) beträgt in der Schweiz 218 Prozent. Diese Zahl zeigt die Bedeutung der Schweizer Börse für die Schweizer Wirtschaft. Die Schweiz verfügt über zahlreiche internationale Konzerne, welche hauptsächlich im Ausland tätig sind. Die Marktkapitalisierung beträgt beispielsweise in den USA 107 Prozent, im Vereinigten Königreich 129 Prozent, in Singapur 171 Prozent. Länder mit einer starken Finanzierung durch Banken weisen eine tiefe Marktkapitalisierung auf, wie beispielsweise Deutschland (39 Prozent) oder Frankreich

<sup>24</sup> Die Ausführungen dieses Kapitels beschränken sich auf die Darstellung der grundsätzlichen Auswirkungen der Vorlage auf die Volkswirtschaft und die einzelnen Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer. Für eine detaillierte Begründung der Änderungen – insbesondere betreffend die Abschaffung der Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie – und deren Auswirkungen wird auf die entsprechenden Ausführungen unter Ziffer 1.2 und 1.3 verwiesen.

(74 Prozent). Dasselbe trifft für Länder zu, deren Wirtschaft vor allem aus KMU besteht, wie etwa Österreich (14 Prozent).<sup>25</sup>

### 3.3.2 Notwendigkeit und Möglichkeit staatlichen Handelns

Die Stärkung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzsektors und die Sicherstellung der Integrität des Finanzplatzes gehören zu den vier strategischen Stossrichtungen der Finanzmarktpolitik des Bundesrates.<sup>26</sup> Nur ein integrierter Finanzplatz genießt das Vertrauen der Finanzmarktteilnehmerinnen und -teilnehmer, verfügt international über einen guten Ruf, ist wettbewerbsfähig und trägt so zu einer positiven Entwicklung der schweizerischen Volkswirtschaft bei. Ein wichtiger Beitrag zur Wahrung und Förderung der Integrität des Finanzplatzes Schweiz ist die konsequente und den internationalen Regelungen Rechnung tragende Bekämpfung von Geldwäscherei, Börsendelikten und weiteren marktmissbräuchlichen Verhaltensweisen.

Für die Schweiz mit einem international kompetitiven Finanzplatz sind offene Märkte entscheidend. Aufgrund des kleinen Heimmarktes sind die Schweizer Finanzintermediäre auf gute Marktzugangsbedingungen im Ausland angewiesen, wobei aus Sicht des Standorts Schweiz der grenzüberschreitenden Dienstleistungserbringung eine besondere Bedeutung zukommt. Es ist daher für den schweizerischen Finanzplatz entscheidend, dass der Marktzutritt für schweizerische Finanzintermediäre gesichert und verbessert wird. Die Sicherung und Verbesserung des Marktzutritts ist daher ebenfalls eine strategische Stossrichtung der Finanzmarktpolitik des Bundesrates.<sup>27</sup>

Wie unter Ziffer 1.2 detailliert dargelegt wurde, sind die geltenden Bestimmungen zur Bekämpfung von marktmissbräuchlichen Verhaltensweisen ungenau und im Vergleich zum europäischen Recht lückenhaft. Dadurch wird nicht nur der Schutz der einzelnen Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer beeinträchtigt, sondern auch die Integrität und damit die Wettbewerbsfähigkeit des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz. Zudem können die Divergenzen zum europäischen Recht einen Vorwand für die Diskriminierung schweizerischer Finanzdienstleistungserbringer bieten. Damit der Schweizer Finanzplatz seine Position als einer der weltweit führenden Finanzplätze sichern und weiter ausbauen und so einen gewichtigen Beitrag zum Wachstum der Volkswirtschaft leisten kann, sind die erkannten Mängel zu beheben.

Nur durch den Staat erlassene generell-abstrakte Verbote von marktmissbräuchlichem Verhalten und die hoheitliche Durchsetzung von Sanktionen bei Verletzung der erlassenen Regelungen vermögen die Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts und die Anlegerinnen und Anleger hinreichend zu schützen. Die vorgeschlagenen Änderungen könnten daher nicht auf dem Wege der Selbstregulierung umgesetzt werden.

<sup>25</sup> Daten Marktkapitalisierung (2009): World Bank, gefunden am 19.4.2011 unter: <http://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>

<sup>26</sup> Vgl. den Bericht des Bundesrates über die strategische Stossrichtungen für die Finanzmarktpolitik der Schweiz vom 16. Dezember 2009, S. 35 ff. und S. 54 ff.

<sup>27</sup> Vgl. den Bericht des Bundesrates über die strategische Stossrichtungen für die Finanzmarktpolitik der Schweiz vom 16. Dezember 2009, S. 46 ff.

### 3.3.3

## **Auswirkungen auf die Gesamtwirtschaft und die Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer**

Mit der Vorlage werden allgemein sowohl im Bereich des Strafrechts als auch des Aufsichtsrechts Normen geschaffen, die marktmissbräuchliches Verhalten effizient sanktionieren und internationalen Regelungen Rechnung tragen. Dadurch wird der Schutz der Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer verbessert und gleichzeitig die internationale Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Finanz- und Börsenplatzes gestärkt. Ausserdem wird der Diskriminierung schweizerischer Finanzdienstleistungserbringer in der EU entgegengewirkt. Aufgrund der unter Ziffer 3.3.1 und 3.3.2 umschriebenen Bedeutung der Integrität und Wettbewerbsfähigkeit des Finanzsektors für die gesamte schweizerische Volkswirtschaft liegt die Vorlage damit allgemein nicht nur im Interesse der einzelnen Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer, sondern auch der gesamten schweizerischen Volkswirtschaft.

Mit der Änderung des Börsengesetzes werden verschiedene Bestimmungen (insbesondere der Straftatbestand des Insiderhandels und die Bestimmungen über die Stimmrechtssuspendierung) präzisiert. Dies führt zu einer Erhöhung der Rechtssicherheit. Die Reduktion der Unsicherheit und die Schaffung eines sicheren und stabilen rechtlichen Rahmens ist ein zentraler Faktor für die wirtschaftliche Entscheidungsfindung und Investitionsentscheidung. Eine hohe Rechtssicherheit ist damit ein zentrales Element der Wettbewerbsfähigkeit und dürfte von den Finanzmarktteilnehmerinnen und -teilnehmer positiv beurteilt werden.

Für die einzelnen Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer haben die in der Vorlage vorgesehene Zentralisierung der Zuständigkeit zur strafrechtlichen Verfolgung und Beurteilung von Insiderhandel und Kursmanipulation sowie die Übertragung der Zuständigkeit zur Stimmrechtssuspendierung vom Zivilgericht auf die FINMA beziehungsweise auf die Übernahmekommission schliesslich den Vorteil, dass die Verfahrensdauer verkürzt und damit auch die Kosten reduziert werden.

Die Vorlage erfüllt die Richtlinien des EFD zur Finanzmarktregulierung vom September 2005. Wie bereits ausgeführt wurde, erhöht sie die Reputation und die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz und damit dessen Standortattraktivität. Die Änderung hat keine direkten Kosten für die Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer zur Folge. Im Gegenteil werden deren Kosten durch die Zentralisierung der Zuständigkeiten und die Präzisierung von gewissen Bestimmungen gesenkt. Die Regulierung ist damit als verhältnismässig und differenziert zu beurteilen. Schliesslich wird mit der Einführung von aufsichtsrechtlichen Verboten von Insiderhandel und Kursmanipulation für sämtliche Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer die Wettbewerbsneutralität verbessert.

## **4**

### **Verhältnis zur Legislaturplanung**

Die Vorlage ist in der Botschaft vom 23. Januar 2008<sup>28</sup> über die Legislaturplanung 2007–2011 und im Bundesbeschluss vom 18. September 2008<sup>29</sup> über die Legislaturplanung 2007–2011 implizit (Ziel 1) angekündigt.

<sup>28</sup> BBl 2008 754

<sup>29</sup> BBl 2008 8544

## **5 Rechtliche Aspekte**

### **5.1 Verfassungs- und Gesetzeskonformität**

Die Änderung des Börsengesetzes stützt sich wie dieses selber auf die Artikel 95 Absatz 1, 98 Absatz 1 und 122 der Bundesverfassung.

### **5.2 Vereinbarkeit mit internationalen Verpflichtungen der Schweiz**

Die Vorlage ist mit internationalen Verpflichtungen der Schweiz vereinbar. Sie trägt insbesondere den GAFI-Empfehlungen vollumfänglich Rechnung und ermöglicht die Ratifizierung des Übereinkommens des Europarats vom 16. Mai 2005 über Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung sowie Ermittlungen, Beschlagnahme und Einziehung von Erträgen aus Straftaten.

Die Vorlage tangiert keine Pflichten der Schweiz im Zusammenhang mit der Mitgliedschaft in internationalen Organisationen oder mit internationalen Abkommen.

### **5.3 Delegation von Rechtsetzungsbefugnissen**

Gewisse Verwendungsarten von Insiderinformationen und gewisse Verhaltensweisen im Zusammenhang mit Effektengeschäften werden zwar vom Wortlaut der Verbote in Artikel 33e und 33f E-BEHG erfasst, sollten jedoch zulässig sein, da sich sonst in der Praxis unsachgerechte Resultate ergeben. Der Bundesrat wird daher in Artikel 33e Absatz 2 ermächtigt, Vorschriften über die zulässige Verwendung von Insiderinformationen, insbesondere im Zusammenhang mit Effektengeschäften zur Vorbereitung eines öffentlichen Kaufangebots und mit einer besonderen Rechtsstellung des Informationsempfängers, zu erlassen. Nach Artikel 33f Absatz 2 erhält der Bundesrat die Kompetenz, zulässige Verhaltensweisen, insbesondere im Zusammenhang mit Effektengeschäften zum Zweck der Kurspflege und Preisstabilisierung sowie von Rückkaufprogrammen für eigene Effekten, zu umschreiben. Da sich die Praxis in ständigem Wandel befindet, sind die beiden Delegationsnormen nicht abschliessend, sondern nennen lediglich die hauptsächlichen Fälle. Für den aktuellen Stand der Praxis verweisen wir auf das Rundschreibens 08/38 (Marktverhaltensregeln) der FINMA.

