
Nr. 15 Bezirksgericht Zürich, 9. Abteilung, Urteil und Beschluss vom 3. September 2010 i.S. Staatsanwaltschaft III des Kantons Zürich sowie G. 1–4 (Geschädigte) gegen X. und Y. – DG090293/U

Art. 25, 26, 158 Ziff. 1 Abs. 1 und Abs. 3 StGB: Strafbarkeit des Fronrunnings.

Fronrunning kann den Tatbestand der ungetreuen Geschäftsbesorgung erfüllen. Der Tatbestand der ungetreuen Geschäftsführung gemäss Art. 158 Ziff. 1 Abs. 1 StGB ist ein echtes Sonderdelikt und kann deshalb nur von jemandem erfüllt werden, der die Qualifikation eines Geschäftsführers inne hat. Ein Beteiligter, welcher diese Qualifikation nicht aufweist, kann unabhängig vom Gewicht seines konkreten Tatbeitrags nicht als Mittäter, sondern höchstens als Gehilfe eingestuft werden. (Regeste der Anmerkungsverfasserin)

Art. 25, 26, 158 ch. 1 al. 1 et al. 3 CP: punissabilité du «fronrunning».

Le «fronrunning» est susceptible de réaliser les éléments de l'infraction de gestion déloyale. La gestion déloyale selon l'art. 158 ch. 1 al. 1 CP est une infraction propre pure; pour cette raison, elle ne peut être perpétrée que par celui qui revêt la qualité de gérant d'affaires. Indépendamment de l'importance de sa contribution concrète à l'infraction, un participant qui ne possède pas le statut de gérant d'affaires ne saurait être qualifié de coauteur, mais tout au plus de complice. (Résumé de l'auteur du commentaire)

Art. 25, 26, 158 n. 1 cpv. 1 e cpv. 3 CP: punibilità del «frontrunning».

Il «frontrunning» può adempiere la fattispecie legale dell'amministrazione infedele. L'amministrazione infedele secondo l'art. 158 n. 1 cpv. 1 CP è un reato speciale in senso proprio; per questo può essere commessa solamente da colui che ha la qualità di amministratore. Indipendentemente dal peso della concreta attività delittuosa, un partecipante che non ha la qualità di amministratore non può essere qualificato come correo, ma tutt'al più come complice. (Regesto dell'autrice del commento)

Sachverhalt:

X. betreute im Rahmen seiner beruflichen Anstellung bei der A. AG als Portfoliomanager unter anderem die Portfolios der Geschädigten G. 1–4 (drei Versicherungsgesellschaften und eine Pensionskasse). X. tat sich mit dem ihm bekannten Z., welcher überdies den finanzstarken Y. mit ins Spiel brachte, zusammen, um zum Nachteil der durch X. betreuten Kunden G. 1–4 respektive deren Portfolios Aktientransaktionen zu manipulieren. Die daraus resultierenden Gewinne teilten sich X., Y. und Z. untereinander auf.

Dabei gingen X., Y. und Z. wie folgt vor: X. informierte Z. jeweils über bevorstehende umfangreiche Aktientransaktionskäufe durch die A. AG. Die Entscheidung über die Durchführung der entsprechenden Transaktionen lag im Kompetenzbereich des X.

Z. wiederum teilte die entsprechenden Informationen Y. mit. Daraufhin kaufte Y. über sein Konto bei der B. Bank im Vorfeld der geplanten Transaktionen der A. AG die empfohlenen Titel.

In der Folge erwarb die A. AG, vertreten durch X., die entsprechenden Titel von Y. zu manipulierten Kursen bzw. Preisen zumeist über die Börse, selten auch ausserbörslich.

X. und Y. stimmten dabei ihr Handelsgebaren so aufeinander ab, dass Y. bei seinen Verkäufen an die A. AG hohe Preise und damit Gewinne erzielen konnte. Dies war möglich, weil X. in diesen wenig liquiden Titeln überdurchschnittliche Positionen handelte. X. liess durch die für ihn zuständigen Händler mittels telefonischer Anweisung grosse Positionen kaufen, wobei er zunächst jeweils die durch andere Marktteilnehmer in das Handelssystem gestellten Verkaufslimiten zum Zwecke der angestrebten Kurssteigerung bedienen liess, um anschliessend entweder die durch Y. mit hohen Limiten ins Handelssystem gestellten Verkaufsaufträge durch mindestens gleich hohe limitierte Kaufaufträge zu bedienen – was der Regelfall war – oder – was die Ausnahme darstellte – noch höhere Kauflimiten ins Handelssystem stellen liess, welche daraufhin von Y. durch mindestens gleich hohe limitierte Verkaufsaufträge bedient wurden.

Auf diese Weise generierten X., Y. und Z. während rund 6 Monaten – zwischen November 2000 und April 2001 – bei insgesamt 13 Aktientransaktionen auf dem Konto der B. Bank des Angeklagten Y. einen Gewinn in der Höhe von circa CHF 3.5 Mio. Diesem Gewinn steht ein den von X. betreuten Portfolios der Geschädigten G. 1–4 zugefügter Schaden in fast gleicher Höhe gegenüber.

Das BezGer verurteilte X. wegen mehrfacher ungetreuer Geschäftsbesorgung und Y. wegen mehrfacher Gehilfenschaft dazu. Z. verstarb im Laufe der Strafuntersuchung, weshalb das Strafverfahren gegen ihn von der StA eingestellt wurde.

Aus den Erwägungen:

1. Angeklagter X.

1.1 Die Anklagebehörde qualifiziert das Verhalten des Angeklagten X. [...] als mehrfache ungetreue Geschäftsbesorgung im Sinne von Art. 158 Ziff. 1 Abs. 1 und 3 StGB.

[...]

2.1 Die von der Staatsanwaltschaft III des Kantons Zürich vorgenommene rechtliche Würdigung ist zutreffend. [...]

2.2 Wer aufgrund des Gesetzes, eines behördlichen Auftrages oder eines Rechtsgeschäfts damit betraut ist, Vermögen eines anderen zu verwalten oder eine solche Vermögensverwaltung zu beaufsichtigen, und dabei unter Verletzung seiner Pflichten bewirkt oder zulässt, dass der andere am Vermögen geschädigt wird, wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe bestraft (Art. 158 Ziff. 1 Abs. 1 StGB). Handelt der Täter in der Absicht, sich oder einen anderen unrechtmässig zu bereichern, so kann auf Freiheitsstrafe von einem Jahr bis zu fünf Jahren erkannt werden (Art. 158 Ziff. 1 Abs. 3 StGB).

2.3 Der Tatbestand der ungetreuen Geschäftsbesorgung im Sinne von Art. 158 Ziff. 1 und 3 StGB ist durch das [...] Verhalten des Angeklagten X. in objektiver und subjektiver Hinsicht erfüllt, und zwar angesichts der Mehrzahl von Transaktionen in mehrfacher Tatbegehung:

2.3.1 Der Angeklagte X. als Portfoliomanager und Mitglied des Kaders (Prokurist) der A. AG [...] erfüllt die Voraussetzungen eines Täters im Hinblick auf Art. 158 StGB (NIGGLI, in: Basler Kommentar Strafrecht II, 2. Aufl., Basel 2007, N 11 ff. zu Art. 158, m.w.H.): Als «Geschäftsführer» im Sinne von Art. 158 StGB ist er namentlich zu bezeichnen, weil er in seinem Zuständigkeitsbereich fremdes Vermögen, nämlich dasjenige der Geschädigten, verwaltete, und zwar in deren und damit in fremdem Interesse. Sodann verfügte er bei seiner Tätigkeit als Portfoliomanager über das für einen Geschäftsführer im Sinne von Art. 158 StGB erforderliche Mass an Selbständigkeit, welches sich insbesondere darin zeigte, dass er die konkreten Handelsentscheidungen betreffend Aktienanlagen innerhalb seines Kompetenzbereiches eigenverantwortlich fällte [...]. Dass dem Angeklagten X. die Anlagepolitik im Allgemeinen sowie die Branchen- und Titelgewichtung im Besonderen durch seine Vorgesetzten vorgegeben war, ändert an der Selbständigkeit seiner Tätigkeit nichts, da er innerhalb der ihm eingeräumten Transaktionslimite allein über die konkrete Umsetzung der Vorgaben entschied und die entsprechenden Börsenaufträge erteilte. Zudem waren diese Vorgaben nicht derart spezifiziert, dass ihm beispielsweise der Kauf- oder Verkaufspreis eines Titels vorbestimmt gewesen wäre. [...] Schliesslich steht angesichts des Volumens der erstellten Aktientransaktionen ausser Frage, dass das verwaltete Vermögen auch die erforderliche Erheblichkeit aufwies (BGE 105 IV 307 ff., 312).

2.3.2 Der Rechtsgrund der Treuepflicht des Angeklagten X. stellt zunächst sein mit der A. AG abgeschlossener Arbeitsvertrag dar [...], die ihrerseits mit den Geschädigten in

einem Auftragsverhältnis stand, welches die Anlage und Verwaltung der Kapitalanlagen und flüssigen Mittel der Geschädigten zum Gegenstand hatte [...]. Die Treuepflicht des Angeklagten X. ist somit in zweifacher Hinsicht vertraglicher Natur.

2.3.3. Der Angeklagte X. verletzte seine vertragliche Treuepflichten (Art. 321a bzw. Art. 398 OR), indem er die Aktientransaktionen für die von ihm verwalteten Portfolios der Geschädigten nicht zu den bestmöglichen Konditionen abschloss, sondern überhöhte Preise bezahlte, nota bene nachdem er den Kurs durch gezielte Manipulationen in die Höhe getrieben hatte [...]. Statt die Aktien im Interesse der Geschädigten zum bestmöglichen Preis zu erwerben, war er beim «Frontrunning», das er mit Z. und ab Januar 2001 auch mit dem Angeklagten Y. an den Tag legte, auf seinen eigenen Vorteil sowie denjenigen der Genannten bedacht, was sich mit den Treuepflichten eines Portfoliomanagers selbstverständlich nicht in Einklang bringen lässt, und zwar unabhängig davon, ob diese arbeitsvertraglicher oder auftragsrechtlicher Natur sind. Pflichtkonform hätte sich der Angeklagte X. dagegen dann verhalten, wenn er – statt Z. über die von ihm geplanten Transaktionen in Kenntnis zu setzen – diese einfach durchgeführt hätte, weil er die Aktien dann zu einem tieferen, nicht nach oben manipulierten Kurs hätte kaufen können.

2.3.4 Als Folge dieser Pflichtverletzung trat bei den Geschädigten ein Vermögensschaden in der Höhe von insgesamt CHF 3 306 941.80 ein [...]. Ohne die Pflichtverletzung des Angeklagten X. hätten die Aktien um den genannten Betrag günstiger erworben werden können, was zur Folge gehabt hätte, dass die Aktiven der Geschädigten entsprechend höher wären.

2.3.5. In subjektiver Hinsicht ist der Vorsatz des Angeklagten X. zu bejahen, da er in Kenntnis seiner «Geschäftsführer»-Stellung zum Nachteil der Geschädigten zu hohe Preise für die anklagegegenständlichen Aktien bezahlte, damit willentlich seine Treuepflicht verletzte und einen finanziellen Schaden im Umfang des von ihm, dem Angeklagten Y. sowie Z. realisierten Gewinns verursachte. Zudem handelte er in unrechtmässiger Bereicherungsabsicht, wollte er doch sich und den beiden anderen mit dem Gewinn aus den durch «Frontrunning» manipulierten Aktientransaktionen Vermögensvorteile (insgesamt ca. CHF 3.3 Mio.) verschaffen, auf die er keinerlei Rechtsanspruch hatte. Ersatzbereitschaft, welche die Bereicherungsabsicht ausschliessen würde, ist zu verneinen, da der Angeklagte X. weder den Willen noch die Möglichkeit [...] hatte, das unrechtmässig zum Nachteil der Geschädigten erlangte Geld zeitgerecht zurückzuzahlen.

[...]

4. Der Angeklagte X. ist somit der mehrfachen ungetreuen Geschäftsbesorgung im Sinne von Art. 158 Ziff. 1 Abs. 1 und 3 schuldig zu sprechen.

2. Angeklagter Y.

1.1 Die Anklagebehörde qualifiziert das Verhalten des Angeklagten Y. – selbstverständlich ist die Subsumtion auf die erwiesenen Anklagesachverhalte zu beschränken – als mehrfache Gehilfenschaft zur ungetreuen Geschäftsbesorgung im Sinne von Art. 158 Ziff. 1 und 3 StGB in Verbindung mit Art. 25 StGB und Art. 26 StGB [...].

[...]

2.1 Der Anklagesachverhalt [...] der Anklage ist mit Blick auf den Angeklagten Y. als mehrfache Gehilfenschaft zur ungetreuen Geschäftsbesorgung im Sinne von Art. 158 Ziff. 1 und 3 StGB in Verbindung mit Art. 25 und 26 StGB zu qualifizieren, und zwar aus folgenden Gründen:

[...]

2.1.1.b) Beim Tatbestand von Art. 158 StGB handelt es sich um ein echtes Sonderdelikt, da er nur von jemandem erfüllt werden kann, der als «Geschäftsführer» zu qualifizieren ist. Dies ist beim Angeklagten Y. in Bezug auf Ziff. 1 der Anklage nicht der Fall, weshalb dessen Mitwirkung an der Tat des Angeklagten X. unabhängig vom Gewicht seines Tatbeitrages nur als Gehilfenschaft und nicht als Mittäterschaft einzustufen ist, allerdings auch das nur, sofern die Voraussetzungen der Gehilfenschaft auch tatsächlich erfüllt sind. Dies ist zu bejahen.

[...]

2.1.3 Indem der Angeklagte Y. seine Kontoverbindung bei der B. Bank für die Abwicklung der von den «Frontrunning»-Vereinbarungen betroffenen Aktientransaktionen zur Verfügung stellte und hernach aus dem dadurch realisierten Gewinn Geldbeträge auf je ein Konto des Angeklagten X. sowie von Z. überwies, leistete er in objektiver Hinsicht einen wesentlichen und kausalen Beitrag, der die vom Angeklagten X. begangene Haupttat – ein Verbrechen im Sinne von Art. 10 Abs. 2 StGB – förderte. Das ist derart offensichtlich, dass sich weitere Bemerkungen erübrigen.

2.1.4 In subjektiver Hinsicht wusste der Angeklagte Y. ab Januar 2001, dass es um ein vereinbartes «Frontrunning» ging, mithin dass der Angeklagte X. die von ihm (Y.) über das B. Bank-Konto erstandenen Aktien danach entweder über die Börse oder als Block ausserbörslich für die A. AG kaufen werde, und zwar nachdem er (X.) die Kurse zuvor gezielt nach oben getrieben hatte. Ebenfalls wusste er, dass nebst ihm auch der Angeklagte X. sowie Z. vom erzielten Gewinn profitieren würden, was er mit den entsprechenden Überweisungen an diese beiden auch wollte. Damit hatte er auch die erforderliche Kenntnis vom Vorsatz des Angeklagten X.

2.1.5 Der Tatbestand der Gehilfenschaft zur ungetreuen Geschäftsbesorgung im Sinne von Art. 158 Ziff. 1 Abs. 1 und 3 StGB in Verbindung mit Art. 25 und 26 StGB ist somit in objektiver und subjektiver Hinsicht erfüllt, und zwar angesichts der Mehrzahl der von Absprachen betroffenen Aktientransaktionen ebenfalls mehrfach.

[...]

Bemerkungen:

In der schweizerischen Dogmatik ist die rechtliche Einordnung des Frontrunnings umstritten. Die Besprechung des vorliegenden Urteils (vgl. hierzu bereits KOENIG, Frontrunning zahlt sich nicht aus – oder: die Ersten werden die Letzten sein, Jusletter 6.12.2010, N 1 ff.) bietet Gelegenheit dazu, diese Thematik zu erörtern.

I. Das Bezirksgericht Zürich beurteilte das Verhalten von X. unter dem Tatbestand der ungetreuen Geschäftsbesorgung, was nicht zu beanstanden ist, da X. als Portfoliomanager der A. AG über die von Art. 158 Ziff. 1 Abs. 1 StGB geforderte Sondereigenschaft des «Geschäftsführers» verfügte und damit als tauglicher Täter in Betracht fiel. Nicht zu beanstanden ist zudem die Subsumtion des Verhaltens von Y. unter den gleichen Tatbestand. Y. konnte jedoch trotz seines gewichtigen Tatbeitrages, aufgrund seiner fehlenden Qualifikation als «Geschäftsführer» im Sinne des Art. 158 Ziff. 1 Abs. 1 StGB lediglich als Gehilfe des X. zur Verantwortung gezogen werden.

Aus diesen Gründen wird hier nicht die vom Gericht vorgenommene Subsumtion unter den Tatbestand der ungetreuen Geschäftsbesorgung thematisiert, sondern die Frage, ob das Verhalten von X. und Y. die auf den ersten Blick einschlägig erscheinenden Straftatbestände des Insiderhandels (Art. 161 StGB) und der Kursmanipulation (Art. 161^{bis} StGB) erfüllen und die damit inhaltlich verbundene Fragestellung, inwiefern Frontrunning strafrechtlich erfasst werden kann, wenn der Frontrunner nicht – respektive bei gemeinschaftlicher Tatbegehung keiner der Mittäter – als «Geschäftsführer» im Sinne des Art. 158 Ziff. 1 Abs. 1 StGB qualifiziert werden kann, und auch der Missbrauchstatbestand (Art. 158 Ziff. 2 StGB) mangels erforderlicher Vertretungsmacht des Frontrunners nicht zur Anwendung gelangen kann.

II. Frontrunning wird definiert als das Ausnützen des Wissens um bevorstehende Kundentransaktionen (HÜRLIMANN, Der Insiderhandelsbestand, Zürich/Basel/Genf 2005, 58 Fn. 266). Der Frontrunner nutzt sein Wissen um Kundenaufträge aus, indem er vor der Abwicklung eines Kundenauftrages respektive zumindest parallel zu dieser (Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch vom 29.1.2009, 49) in Erwartung der durch die Ausführung des Kundenauftrages bewirkten Kurssteigerung selber entsprechende Geschäfte tätigt (BOEMLE et al., Geld-, Bank- und Finanzmarkt-Lexikon der Schweiz, Zürich 2002, Stichwort «Front running»; AMSTUTZ/REINERT, in: NIGGLI/WIPRÄCHTIGER [Hrsg.], BSK StGB II, 2. Aufl., Basel 2007, Art. 161^{bis} N 21; WATTER, Kursmanipulation am Aktienmarkt unter Berücksichtigung von so genannten Stützungskäufen, SZW 1990, 200) oder in diesbezügliche Derivate investiert (Bericht Börsendelikte, 49). Dabei handelt der Frontrunner auf eigene oder fremde Rechnung, beispielweise diejenige seines Arbeitgebers (KOENIG, Das Verbot von Insiderhandel, Zürich/Basel/Genf 2006, 216; nach der Definition von BOEMLE et al.,

Stichwort «Front running», müssen die Geschäfte des Frontrunners hingegen auf eigene Rechnung erfolgen).

Erfolgt das Eindecken mit den entsprechenden Titeln nicht vor der Kundentransaktion, doch zeitgleich mit dieser, wird das entsprechende Verhalten zumeist nicht unter den Begriff des Frontrunnings subsumiert (so jedoch Bericht Börsendelikte, 49), sondern als sogenanntes Parallelrunning bezeichnet (vgl. Schweizerische Bankiervereinigung, Verhaltensregeln für Effekthändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäftes, 2008, Art. 11; FINMA, Rundschreiben 08/38 Marktverhaltensregeln, N 42). Zudem besteht der Begriff des Afterrunnings, worunter das Dazwischenschieben von Eigengeschäften zwischen einzelne Tranchen von Kundenaufträgen verstanden wird, die nicht in einem Mal ausgeführt werden (so zumindest Art. 11 der Verhaltensregeln der Schweizerischen Bankiervereinigung). Anders hingegen versteht die FINMA diesen Begriff, definiert sie das Afterrunning doch als den Missbrauch von Kenntnissen über bereits durchgeführte Kundenaufträge. Der Afterrunner kenne aufgrund der Aufträge eines Kunden dessen Strategie und mache sich dieses privilegierte Wissen als Trittbrettfahrer nachträglich zunutze (vgl. häufig gestellte Fragen betreffend FINMA-RS 08/38 «Marktverhaltensregeln», Frage 7 zu N 42, so auch KOENIG, Jusletter, N 16).

Als Frontrunner kommen primär Effekthändler und andere Intermediäre, wie Anlageberater oder Vermögensverwalter in Frage (KOENIG, 216; vgl. auch Bericht Börsendelikte, 49). Frontrunning kann aber auch von Dritten betrieben werden, welche von einer geplanten Transaktion erfahren (vgl. Bericht Börsendelikte, 49). Die Kenntnis des Frontrunners um einen bevorstehenden Kundenauftrag muss demnach nicht unmittelbar vom Kunden selbst stammen. Kommuniziert beispielsweise ein Börsenhändler nicht selbst mit dem Kunden, weiss aber aus anderer Quelle um den bevorstehenden Auftrag, so ist sein Verhalten dennoch als Frontrunning zu qualifizieren (SCHRÖDER, Handbuch Kapitalmarktstrafrecht, 2. Aufl., Köln 2010, N 153). Nicht nur das Wissen um Kaufaufträge, sondern auch dasjenige um Verkaufsaufträge kann sich ein Frontrunner zu Nutze machen, indem er diesbezügliche short sales durchführt (Bericht Börsendelikte, 49; KOENIG, Jusletter, N 15). Nachdem der Kundenauftrag ausgeführt wurde, verkauft der Frontrunner seine zuvor erworbenen Effekten wieder, oder deckt sich im Falle von short sales mit den entsprechenden Effekten ein (KOENIG, 216).

Das dem hier besprochenen Entscheid zugrundeliegende strafrechtlich relevante Verhalten von X. und Y. ist mit der oben genannten Definition von Frontrunning insofern nicht zu vereinbaren, als Y. die von ihm zuvor erworbenen Titel nicht erst im Anschluss an die von X. durchgeführten Kundentransaktionen an Dritte verkaufte, sondern sie direkt an seinen Komplizen X. – und damit an die Geschädigten G. 1–4 in dessen Auftrag X. handelte – verkaufte.

III. Das EU-Recht (vgl. Marktmissbrauchs-Richtlinie 2003/6/EG, Präambel E. 19 und Art. 1 Ziff. 1 Abs. 3) qualifiziert Frontrunning als einen Fall des Insiderhandels (Bericht Börsendelikte, 49; SCHRÖDER, N 152). In der schweizerischen Dogmatik hingegen wird eine Subsumtion des Frontrunnings unter den Insidertatbestand mehrheitlich abgelehnt (vgl. statt vieler KOENIG, 216). In Bezug auf das vorliegende Urteil steht allerdings ohnehin ausser Frage, dass X. und Y. sich nicht gemäss Art. 161 StGB strafbar gemacht haben. Die deliktsrelevanten Taten von X. und Y. stammen aus den Jahren 2000 und 2001 und spielten sich folglich vor der am 1.10.2008 erfolgten Streichung von Art. 161 Abs. 3 StGB ab, welcher den Anwendungsbereich der Norm bezogen auf das Tatbestandsmerkmal der vertraulichen Tatsache erheblich einschränkte und damit die Kenntnis einer bevorstehenden Kundentransaktion nicht als Insiderinformation qualifiziert werden konnte. Doch auch *de lege lata* hätten X. und Y. aufgrund der von Art. 161 Ziff. 1 StGB geforderten und ihnen fehlenden Sondereigenschaft des Täters den Insidertatbestand nicht erfüllt (vgl. hierzu KOENIG, Jusletter, N 19).

Was eine Strafbarkeit betreffend Kursmanipulation (Art. 161^{bis} StGB) anbelangt, so fällt eine erfolgreiche Anwendung des Informationstatbestand (Art. 161^{bis} Abs. 2 StGB) bei Frontrunning von vornherein ausser Betracht, weil der Frontrunner keine irreführende Informationen verbreitet, sondern Tatsachen (Informationen über Kundenorders) zu seinem Vorteil ausnutzt.

Vom Transaktionstatbestand (Art. 161^{bis} Abs. 3 StGB) werden lediglich sogenannte Scheintransaktionen, auch *unechte/fiktive* Transaktionen genannt, erfasst, d.h. Manipulationstechniken wie *wash sales* und *matched orders*, Verhaltensweisen also, in welchen ein Täter mit sich selbst handelt oder Mittäter Transaktionen untereinander absprechen (siehe nur AMSTUTZ/REINERT, BSK, Art. 161^{bis} N 20). Es geht hier um ein blosses Hin- und Herschieben von Effekten, ohne effektive Inkaufnahme des mit jeder Börsentransaktion verbundenen Risikos. Dies im Gegensatz zu den echten Transaktionen, mit welchen zwar ebenfalls der Kurs einer Effekte manipuliert werden kann, der Kursmanipulator das vorgenannte Risiko jedoch auf sich nimmt (LENZEN, Unerlaubte Eingriffe in die Börsenkursbildung, Frankfurt am Main 2000, 12), weshalb der Unrechtsgehalt dieser Manipulationsart als geringer gilt (vgl. hierzu Bericht Börsendelikte, 60). Frontrunning kann somit nicht unter Art. 161^{bis} Abs. 3 StGB subsumiert werden, weil der Frontrunner keine tatbestandsmässigen Scheintransaktionen einsetzt, sondern mit echten Transaktionen operiert (Kauf der entsprechenden Titel von Dritten vor Ausführung der Kundentransaktionen und im Anschluss an diese Verkauf der zuvor erworbenen Titel an Dritte).

Im vorliegenden Urteil ist die Sachlage jedoch komplexer:

Y. deckte sich zeitlich vor der Ausführung der Kundentransaktionen des X. mit eben diesen Titeln am Markt ein. Anschliessend verkaufte Y. seine Titel zumeist über die Börse, selten auch ausserbörslich, direkt – und darin liegt die Be-

sonderheit – an die Kunden des X. (G. 1–4), wobei dieser als deren Vertreter auftrat. X. und Y. führten folglich keine Scheintransaktionen durch, sondern echte Transaktionen, da X. die Titel für seine Kunden kaufte und die Geschäfte damit einen effektiven wirtschaftlichen Hintergrund aufwiesen. Das mit jeder «echten» Börsentransaktion verbundene Risiko konnten X. und Y. bei ihrem Handelsgebaren jedoch gänzlich ausschalten, da die Transaktionen zwischen den beiden abgesprochen waren. Zudem führten X. und Y. ihre Trades in der sicheren Gewissheit um einen für sie daraus resultierenden Gewinn aus. Je ungünstiger die Konditionen waren, unter denen X. die Titel von Y. kaufte, desto mehr verdienten die beiden schlussendlich an den Geschäften. Zwischen dem schädigenden Verhalten von X. in Bezug auf seine Kunden und der Gewinnmaximierung von X. und Y. besteht somit ein direkter Zusammenhang.

Hätte X. hingegen bei den mit Y. abgesprochenen Geschäften nicht etwa Kundenkapital eingesetzt, sondern sein eigenes, würden zweifelsohne sogenannte *matched orders* vorliegen und damit tatbestandsmässige Scheintransaktionen. Dies mutet seltsam an, vor allem, weil X. und Y. in diesem hypothetischen Fall erst dann aus ihrem Vorhaben Gewinn generieren hätten können, wenn es ihnen im Anschluss an die von ihnen durchgeführten *matched orders* gelungen wäre, die entsprechenden Effekten zu einem nach oben manipulierten Preis an Dritte zu verkaufen. Damit hätten sie im Ergebnis ein höheres Risiko tragen müssen, da der im Anschluss an eine Manipulation vorzunehmende erfolgreiche Verkauf an Dritte ungewisser ist als im vorliegenden Fall, in welchem sich X. und Y. ihres Gewinnes durch den Verkauf der Effekten an die Kunden von X. absolut sicher sein konnten, weil der Entscheid darüber im Kompetenzbereich des X. lag.

Schlussendlich haben sich X. und Y. entsprechend gerade deshalb nicht nach Art. 161^{bis} Abs. 3 StGB strafbar gemacht, weil X. bei den besagten Transaktionen ihm anvertraute Kundengelder, nicht hingegen eigenes Kapital einsetzte.

Anhand dieser Gegenüberstellung wird deutlich, dass der Kursmanipulationstatbestand in seiner jetzigen Ausgestaltung bei etwaigen Anwendungsversuchen zu äusserst stossenden Ergebnissen führen kann, weil er manipulative Verhaltensweisen, welche auf abgesprochenen Geschäften beruhen und unter Ausschluss des mit jeder «echten» Börsentransaktion verbundenen Risikos erfolgen – und damit pointiert formuliert mehr Schein als Sein darstellen – nicht in jedem Fall zu erfassen vermag. Ob die Beseitigung dieser Ungereimtheiten *de lege ferenda* dadurch erfolgen sollte, auch echte Transaktionen strafbar zu stellen, oder dadurch, den seit dem 1.2.1997 in Kraft getretenen und bis anhin noch keine einzige Verurteilung verzeichnenden Art. 161^{bis} StGB ersatzlos zu streichen, sei dahingestellt.

IV. Um zurückzukommen auf die eingangs gestellte Frage nach der Subsumtion des Verhaltens von X. und Y. unter Art. 161 und Art. 161^{bis} StGB: *De lege lata* erfüllt das Verhalten von X. und Y. weder den Tatbestand des Insiderhan-

dels noch der Kursmanipulation, womit gleichzeitig feststeht, dass ein Frontrunner in der Regel straffrei ausgehen wird, wenn sein Verhalten nicht unter Art. 158 Ziff. 1 Abs. 1 StGB oder Art. 158 Ziff. 2 StGB subsumiert werden kann.

Lic. iur. Sonja Pflaum, wissenschaftliche Assistentin und Doktorandin an der Universität Zürich, gefördert durch den SNF, MHV-Beitragsempfängerin (B.-Nr. PMCDP1_129115)

