

---

**Kursmanipulation am Aktienmarkt unter Berücksichtigung von sogenannten  
Stützungskäufen**

von Dr. Rolf Walter, LL. M., Rechtsanwalt, Zürich

# Kursmanipulation am Aktienmarkt unter Berücksichtigung von sogenannten Stützungskäufen

von Dr. Rolf Watter, LL. M., Rechtsanwalt, Zürich

*En droit suisse, la manipulation des cours n'est essentiellement réglée que par les réglementations de bourse. Il lui manque en large mesure les sanctions pénales et civiles, contrairement au droit américain et surtout anglais. Il s'agirait de compléter le droit suisse dans ce sens, prévoyant non seulement une sanction pénale générale couvrant toute utilisation d'informations non-publiques d'importance (embrassant de cette façon l'insider trading en même temps que la manipulation des cours), renforcée par des mesures de prévention telles que la surveillance sur les intermédiaires financiers et par des obligations de communication.*

*Whereas provisions against manipulations of security prices exist in the rules of Swiss stock exchanges, penal and civil sanctions are missing to a large extent. Swiss law should be completed in this respect following the models of the US and UK. A sweeping article of criminal law is proposed sanctioning in security transactions any use of relevant non-public information, this provision being supplemented by preventive measures such as the strict surveillance of financial intermediaries (banks, brokers, law offices etc.) and various duties of disclosure.*

## Inhaltsverzeichnis

- I. Allgemeines
  1. Grundmuster der Kursmanipulation
  2. Empirisches
  3. Verwerflichkeit, Schutzobjekt
    - a. Zweck und Aufgabe des Kapitalmarktes
    - b. Die Preisbildung am Kapitalmarkt
    - c. Kapitalmarktrecht und Kursmanipulation
  4. Techniken der Manipulation
  5. Unterscheidungen und Abgrenzungen
    - a. Unterscheidung nach handelnder Person
    - b. Marktmanipulation und betrügerischer Aktienkauf
    - c. Kursmanipulation und Insiderstatbestand
    - d. Bewusste Marktverengung/-erweiterung, Parking
    - e. Manipulation im Primärmarkt
    - f. Kursmanipulation im Zusammenhang mit einer Übernahme
    - g. Kursstabilisierung
    - h. Manipulation ohne Falschmeldung?
    - i. Front Running, Scalping, Churning

## II. Regelung de lege lata

1. Börsengesetzgebung (erläutert am Beispiel des Kantons Zürich)
2. Bankenaufsicht
3. Strafgesetzbuch
4. Zivilrechtliche Sanktionsmöglichkeiten

## III. Rechtsvergleich

1. USA
  - a. Kursmanipulation
  - b. Stabilisierung
2. United Kingdom
  - a. Kursmanipulation
  - b. Stabilisierung
3. EG

## IV. Regelung de lege ferenda

1. Wünschbarkeit einer Regelung
2. Umriss einer Regelung
  - a. Tatbestandselemente der Kursmanipulation
  - b. Einbezug in eine umfassende, Fairness garantierende Norm
  - c. Präventive Bestimmungen

## I. Allgemeines

### 1. Grundmuster der Kursmanipulation

Die *Grundform* der Kursmanipulation besteht in einem Kauf von Aktien, an den Machenschaften anschliessen, die geeignet sind, den Kurs dieser Aktien zu steigern; realisiert wird der Gewinn dann durch einen Verkauf auf diesem künstlich überhöhten Kurs<sup>1</sup>.

*Variationen* über diesem Grundthema bestehen im (eventuell kumulativen) Eingehen von Options- oder Termingeschäften und der Manipulation des Kurses der unterliegenden Aktie. Da Kursmanipulation auch

<sup>1</sup> Da der Manipulierende die Aktien zwecks Realisierung eines Gewinnes in einem bestimmten Punkt «abladen» muss, eignen sich für Manipulationen vor allem Titel, in denen «Phantasie» ist, von denen Investoren also glauben, «es könne etwas laufen» und es gelte «auf einen fahrenden Zug aufzuspringen». Dies gilt namentlich für Wachstumsbranchen: im 19. Jahrhundert für Eisenbahnaktien, später für Papiere von Goldminen-gesellschaften, heute für Titel mit einem «High Technology Flair». Anfällig für Kursmanipulationen sind ferner Aktien mit engen und nicht transparenten Märkten, da Kurse dort leicht bewegt werden können.

in einem Drücken des Preises bestehen kann, sind Terminverkäufe (speziell «short selling»<sup>2</sup>) und Put Optionen ebenfalls einsetzbar. Der gewiefte Manipulator wird beide Kursbewegungen ausnützen und beispielsweise zunächst von der künstlichen Preiserhöhung profitieren, um dann – unter Kauf von Put Optionen – auch noch aus dem unvermeidlichen Fall der Kurse einen Gewinn herauszuholen.

Zu den *Machenschaften*, die geeignet sind, Kurse zu beeinflussen, zählen insbesondere das Verbreiten von Falschmeldungen, Gerüchten oder Halbwahrheiten und das Tätigen von fiktiven Aktienkäufen (vgl. im Detail § II.1 unten). Der Manipulator wird dabei oft Dritte für das Erreichen seiner Ziele einsetzen, beispielsweise Wirtschaftsjournalisten für das Verbreiten positiver Meldungen über das Unternehmen, oder Banken für gesteuerte Käufe.

*Merkmal* der Manipulation ist es, dass die Aktien zu einem Preis gehandelt werden, der nicht demjenigen entspricht, der bei *unbeeinflusster Preisbildung* erreicht worden wäre<sup>3</sup>. Der Kurs ist auch «falsch» in dem Sinne, dass der wegen manipulativer Praktiken zustandegekommene Preis nicht den Unternehmenswert widerspiegelt. *Subjektiv* ist ein Kennzeichen der Kursmanipulation, dass der Täter letztendlich *andere* zum Kauf bzw. Verkauf veranlassen will, während der «normale» Investor *für sich* am Markt auftritt<sup>4</sup>.

## 2. Empirisches

Im ältesten publizierten *britischen* Beispiel von Kursmanipulation<sup>5</sup> verbreiteten in Militäruniformen verkleidete Personen unter Führung eines gewissen *de Berenger* am 21. Februar 1814 die Falschnachricht,

Napoleon sei getötet worden und die Alliierten ständen in Paris. Die Preise am Aktienmarkt zogen stark an, da mit einem sofortigen Ende des Krieges gerechnet wurde. Herausgefunden wurde nach dem unvermeidlichen Kollaps der Kurse, dass *de Berenger* und seine Komplizen die Aufwärtsbewegung zu grossen Aktienverkäufen ausgenutzt hatten.

Trotz eines ausgeklügelten Regelsystems kommen auch heute noch Manipulationen vor, so etwa im Falle von *Guinness PLC* – welche in der Übernahmeofferte für die schottische Distillers eigene Aktien als Kaufpreis anbot und deren Kurse mittels verschiedener Techniken stützte, um einen vermeintlich hohen Kaufpreis vorzutäuschen<sup>6</sup>.

In den *USA* kamen massive Kursmanipulationen vor allem vor Einführung der Bundesgesetzgebung von 1933/4 (§ III.1 unten) vor<sup>7</sup>. Im sogenannten *First Harlem Railroad Corner*<sup>8</sup> hatte *Cornelius Vanderbilt* im Jahre 1862 begonnen, Aktien dieser Eisenbahngesellschaft zu kaufen, zunächst zu \$ 8/Aktie; als er Kontrolle über die Gesellschaft erreichte, waren die Papiere auf \$ 50 gestiegen. Ein anderer Financier, *Daniel Drew*, versuchte darauf zusammen mit Komplizen, der *Harlem Railroad* die Konzession zu entziehen – gleichzeitig begann diese Gruppe mit «short selling», was den Aktienpreis von vorübergehend \$100/Aktie auf 72 drückte. Zu diesem Preis kaufte *Vanderbilt* sämtliche angebotenen Aktien auf, in der Absicht, *Drew* in einen «Corner» (dazu § 1.4.d unten) zu treiben. Als die Konzession bestätigt wurde, standen total 110 000 ausgegebene 137 000 auf Termin verkaufte Aktien gegenüber. *Drew* musste sich zu \$ 179 eindecken. Manipulative Techniken wurden in diesem Beispiel damit von beiden Seiten eingesetzt.

Auch an *Schweizer Börsen* kam und kommt es offenbar immer wieder zu Kursmanipulationen, wobei hierzulande aber eher von «Spekulation», «Hinaufjubeln» oder «Börsenkurs-Massage», als von eigentlicher Manipulation gesprochen wird, auch wenn

<sup>2</sup> Der Verkäufer besitzt im Moment des Terminverkaufes die betreffenden Aktien nicht, sondern gedenkt, sich zu einem späteren Zeitpunkt bei einem tieferen Kurs einzudecken.

<sup>3</sup> Vgl. auch § 16.2 des Zürcher Wertpapiergesetzes vom 22. Dezember 1912 (nachfolgend «WPG»): «die Veranlassung von Wertpapierkursen, die mit Nachfrage und Angebot in Widerspruch stehen».

<sup>4</sup> *Rider/Abrams/Ferran, Guide to the Financial Services Act 1986*, 2nd ed., Bicester, GB 1989, 128. Vgl. ferner die gesetzlichen Bestimmungen in den USA und in England, welche an dieses Verleiten anknüpfen («inducing»). Vgl. §§ III.1.a und III.2.a unten

<sup>5</sup> Vgl. die ausführliche Darstellung dieses Falles bei *Louis Loss, Fundamentals of Securities Regulations*, Boston und Toronto 1988, 845–7 (mit Nachweisen). Vgl. ferner *Hopt, Der Kapitalanlegerschutz im Recht der Banken*, München 1975, S. 491.

<sup>6</sup> Vgl. auch unten, Anm. 58 zu Schweizer Verwicklungen in diesem Fall.

<sup>7</sup> Schätzungen zufolge war 1903 ein Drittel allen Handelns am New York Stock Exchange auf Manipulation zurückzuführen, vgl. *Loss a.a.O.* (Anm. 5) S. 844 Anm. 1 mit Nachweisen. 1950 stellte die SEC fest, «manipulation is not longer an appreciable factor in our markets», vgl. *Loss a.a.O.* (Anm. 5) S. 859.

<sup>8</sup> Vgl. *Teweles/Bradley, The Stock Market*, 5th ed., New York 1987, S. 292 f.

Kurse beeinflusst werden<sup>9</sup>. Gesamthaft scheint Kursmanipulation kaum als relevanter Faktor bzw. als Problem auf dem Markt angesehen zu werden<sup>10</sup>, auch wenn neuerdings die Notwendigkeit einer strafrechtlichen Erfassung erkannt wird<sup>11</sup>. Stützungskäufe durch betroffene Gesellschaften werden in ihrer Zulässigkeit kaum hinterfragt<sup>12</sup>.

### 3. Verwerflichkeit, Schutzobjekt

Nachdem im verwandten Insiderbereich die Strafbarkeit (und gar der Unrechtsgehalt) lange umstritten blieb<sup>13</sup>, dürfte es sich aufdrängen, die Frage der *Verwerflichkeit* der Kursmanipulation und des *Schutzobjektes* einer allfälligen Regelung etwas genauer zu untersuchen:

#### a. Zweck und Aufgabe des Kapitalmarktes

Aus volkswirtschaftlicher Sicht ist der *Hauptzweck* des Kapitalmarktes die Zuführung von Spargeldern in produktive Investitionen<sup>14</sup>. Ein funktionierender Kapitalmarkt erlaubt dem Sparer, sein Portefeuille nach seinen Rendite- bzw. Risikovorstellungen zusammenzustellen, dies im Wissen, dass er sich zu gege-

berner Zeit von seiner Anlage (zu einem angemessenen Preis) trennen kann. Dieser Vorteil der Sparer dient auch den Kapitalnachfragern<sup>15</sup>: sie erhalten dank einem funktionierenden Sekundärmarkt die Gelegenheit, Geld auf dem Primärmarkt zu vergleichsweise günstigen Konditionen aufzunehmen<sup>16</sup>.

Mit diesem Zweck zusammenhängend besteht ein volkswirtschaftliches Interesse daran, dass Effekten die Hand zu «richtigen» Kursen wechseln, d. h. zu Kursen, welche Risiko und Ertrag einer Anlage korrekt widerspiegeln. Solche Kurse garantieren die *effiziente Allokation* von Spargeldern unter die Kapitalnachfrager<sup>17</sup>, ferner fördern sie das Vertrauen der Investoren und stellen ihre weitere Teilnahme am Kapitalmarkt sicher.

Ein «sauberer», unmanipulierter Markt liegt damit nicht nur im Interesse der Anleger, sondern auch in demjenigen der Emittenten und der Volkswirtschaft überhaupt<sup>18</sup>.

#### b. Die Preisbildung am Kapitalmarkt

Die vor allem in den USA vertretene *Hypothese effizienter Kapitalmärkte* besagt im wesentlichen, dass der Preis eines Kapitalgutes alle vorhandenen Informationen bereits reflektiert<sup>19</sup>. Für den vorliegenden Zusammenhang sind die Erkenntnisse dieser Hypothese insofern wichtig, als sämtliche relevanten Informationen sich sofort in den *Kursen widerspiegeln*, falls

<sup>9</sup> Vgl. Schmid/Meier, *Die Geschichte der Zürcher Börse*, Zürich 1977, S. 195 ff. mit den dort dargestellten Sachverhalten; ferner Vontobel, *Kritische Betrachtungen zum Recht der schweizerischen Effektenbörsen*, Diss. ZH 1972, S. 50 ff. mit geschichtlicher Übersicht, ferner daselbst S. 66 f.: «... mit wenigen Ausnahmen immer Spekulationsmiseren den Staaten Anlass zu gesetzgeberischen Eingriffen in den Effektenhandel boten». Vgl. als praktische Fälle das «Hinauf- und Hinunterjubeln» der Aktien der Trans-KB im Jahre 1980 (NZZ 4. Juni 1982, S. 16), ferner *Übernahmeofferte an die Publicitas, Aussichtsloses Unterfangen*, NZZ vom 1. September 1988 S. 39, wo — falls das Angebot wirklich von vornherein aussichtslos war — ein Fall von Kursmanipulation vorgelegen haben könnte. Zu den immer wieder erwähnten Manipulationen von Finanzjournalisten: De Beer, *Zur Strafbarkeit von Börsenmanipulationen durch Finanzjournalisten*, SAG 54 (1982) 155.

<sup>10</sup> Vgl. etwa *Wertpapierhandelsplatz Schweiz*, Schweizerische Bankiervereinigung, Basel 1988 passim. Anders allerdings *Bericht der Studiengruppe über das Börsenwesen*, Bern Dezember 1989 (nachfolgend *Bericht*) S. 37 f. für den Bereich fiktiver Übernahmeangebote.

<sup>11</sup> Vgl. *Bericht* (Anm. 10) S. 60.

<sup>12</sup> Vgl. etwa *Neues von Rey, Stützungskäufe und ihre Finanzierung*, NZZ vom 30. September 1988, S. 33; vgl. ferner das Bundesgericht in § I.5.g nachfolgend.

<sup>13</sup> Vgl. etwa Schmid, *Schweizerisches Insiderstrafrecht*, Bern 1988, N. 71.

<sup>14</sup> *Bericht* (Anm. 10) S. 63.

<sup>15</sup> Kapitalnachfrager treten — beispielsweise für kurzfristige Geldanlagen — ebenfalls als Sparer im hier verstandenen Sinn auf.

<sup>16</sup> Vgl. auch *Bericht* (Anm. 10) S. 64: «Der Effektenmarkt gewährleistet die marktgerechte Versorgung der Unternehmen mit Eigen- und Fremdkapital. Dadurch wird gleichzeitig auch die marktmässige Rendite, bzw. Verzinsung des Sparkapitals sichergestellt.»

<sup>17</sup> Vgl. auch die Funktion des Kapitalmarktes als «Informationsmedium», *Bericht* (Anm. 10) S. 64.

<sup>18</sup> Identische Überlegungen liegen der EG Richtlinie vom 13. November 1989 zur Koordinierung der Vorschriften betreffend Insider Geschäfte (89/592/EWG) zugrunde, vgl. die Erwägungen im Amtsblatt 1989/L334/30.

<sup>19</sup> Vgl. etwa Jensen, *Some Anomalous Evidence Regarding Market Efficiency*, 6 J.Fin.Econ. 95 f. (1978) mit der Aussage: «There is no other proposition in economics that has more empirical evidence supporting it than the efficient market hypothesis.» Ihren Ausgangspunkt nahm die Theorie in der Erkenntnis, dass auch professionelle Anleger über eine gewisse Zeitspanne betrachtet keinen — den allgemeinen Indexanstieg übersteigenden — Ertrag erwirtschaften. Vgl. ferner Watter, *Unternehmensübernahmen, Kontrollwechsel in der Aktiengesellschaft*, Zürich 1990, N. 213 ff.

der Markt wirklich effizient und nicht etwa manipuliert ist; im weiteren folgt, dass Informationen vom einzelnen Anleger nicht selbst verarbeitet werden müssen, sondern direkt im Kurs «aufscheinen». Die im vorstehenden Abschnitt beschriebenen, volkswirtschaftlich erstrebenswerten «richtigen» Preise werden also in einem nichtmanipulierten Markt «automatisch» erreicht.

#### c. Kapitalmarktrecht und Kursmanipulation

Klassisches *Schutzziel* des Kapitalmarktrechtes ist der *Individual- bzw. Anlegerschutz*<sup>20</sup>. Daneben steht heute gleichberechtigt der *Funktions- bzw. System-*schutz für den Kapitalmarkt, namentlich also der vorerwähnte Schutz des Rufes des Marktes und des Vertrauens der Anleger in sein korrektes Funktionieren<sup>21</sup>, neuerdings auch die Erhaltung der Attraktivität und die Konkurrenzfähigkeit des Marktes im internationalen Wettbewerb<sup>22</sup>. Gesamthaft könnte man damit sagen, dass das Kapitalmarktrecht einen *fairen Markt* garantieren soll.

Kursmanipulation führt zu falschen Kursen, was volkswirtschaftlich unerwünscht ist, Investoren schädigt und das (nationale und internationale) Vertrauen in das Funktionieren des Kapitalmarktes beeinträchtigt. Falls das Kapitalmarktrecht seine vorgenannten Schutzziele umfassend verwirklichen und eine unbeeinflusste Kursbildung erreichen will, muss es Kursmanipulation verbieten.

#### 4. Techniken der Manipulation

Techniken der Marktmanipulation umfassen in nicht abschliessender Aufzählung:

(a) Den *Wash Sale* und die *Matched Order*: Hier findet zwar eine Transaktion statt, Käufer und Ver-

käufer sind aber entweder wirtschaftlich identisch oder haben sich miteinander abgesprochen und gleichzeitig einen Auftrag und Gegenauftrag an die Börse gegeben<sup>23</sup>, dies mit dem Zweck, den Eindruck eines aktiven Marktes zu erwecken, bzw. einen bestimmten Kurs vorzutäuschen, um Anlegern zu zeigen «dass etwas läuft». Falls die Titel beim Käufer verbleiben und damit aus dem Markt genommen werden, wird von «Parking» gesprochen<sup>24</sup>.

(b) In einem *Pool* verbinden sich mehrere Personen, um durch koordiniertes Vorgehen den Kurs einer Aktie in eine bestimmte Richtung zu drücken, beispielsweise durch entsprechende Käufe<sup>25</sup> am Markt oder durch publizistische Massnahmen<sup>26</sup>.

(c) Beim *Market rigging*<sup>27</sup> werden Falschmeldungen verbreitet<sup>28</sup>, um den Kurs in eine gewünschte Richtung zu bewegen. Ein Spezialfall einer solchen Falschmeldung ist ein fiktives Übernahmeangebot, das lediglich zwecks Induzierung ausnützbarer Kursvorteile gemacht wird<sup>29</sup>.

(d) *Corner*: Hier wird das Wissen um Terminverkäufe, welche ohne vorhandene Deckung erfolgten

<sup>23</sup> Vgl. § 16.1 WPG; § 9 (a) (1) (A) und (B) des Securities Exchange Act, vgl. unten § III.1.

<sup>24</sup> Vgl. den Sachverhalt in BGE 113 Ib 170 f.; ferner den Guinness Fall (§ I.2). Zweck des Parking ist es oft auch, Meldevorschriften über das Aufkaufen von Titeln zu umgehen, vgl. etwa die Meldepflicht von § 13 (d) des 1934 Act, wo eine Meldung innert 10 Tagen gemacht werden muss, falls der Aktienbesitz 5% überschreitet.

<sup>25</sup> Sogenannter «Ticker support». Ausserstehenden Investoren wird damit gezeigt, dass auf den Zug aufgesprungen werden muss, bevor es zu spät ist. Im sogenannten «Radio Pool» wurden im März 1929 innert 5 Tagen 998 400 Aktien durch einen Pool gekauft und gleichzeitig 1 176 300 verkauft. Der Aktienkurs stieg von \$ 93/Aktie auf 109. Der Pool hatte am Ende dieser Periode eine «short position» von 187 900 Aktien, welche einen Monat später, als der Kurs auf 80 zurückfiel, glattgestellt werden konnte. Der Pool verdiente in dieser Manipulation rund \$ 5 Mio., vgl. *Teweles/Bradley* a.a.O. (Anm. 8) S. 304.

<sup>26</sup> Vgl. *Teweles/Bradley* a.a.O. (Anm. 8) S. 297 ff. mit ausführlicher Darstellung: In 1929 sollen in 107 Aktien am New York Stock Exchange Pools tätig gewesen sein. Pool Mitglieder waren beispielsweise Market Makers, Journalisten oder Ehefrauen von Verwaltungsräten.

<sup>27</sup> Vgl. *Rider/Abrams/Ferran* a.a.O. (Anm. 4) S. 128.

<sup>28</sup> Vgl. § 16.3 WPG: «Jede wissentliche oder leichtfertige Verbreitung falscher Nachrichten»; ferner *De Beer* a.a.O. (Anm. 9) passim zur Manipulation durch Börsenjournalisten.

<sup>29</sup> *Bericht* (Anm. 10) S. 37.

<sup>20</sup> Vgl. *Hopt, Schweizerisches Kapitalmarktrecht – Begriff, Aufgaben und aktuelle Probleme*, WuR 38 (1986) S. 101 ff., speziell 125.

<sup>21</sup> Vgl. *Bericht* (Anm. 10) S. 8; *Hopt* a.a.O. (Anm. 20) S. 126 f.; *Alain Hirsch, Un droit du marché financier suisse*, Mélanges Robert Patry, Lausanne 1988, S. 85 ff.; *Hopt* am Kolloquium Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Schweizer Beiträge zum Europarecht Band 51, Genf 1987 (nachfolgend *Kolloquium*) S. 52 f.; ferner das Votum von *Sir Kenneth Berrill*, daselbst und die folgenden Voten über den Anwendungsbereich und den Zweck der Bankenaufsicht.

<sup>22</sup> *Bericht* (Anm. 10), wo festgehalten wird, dass eine angemessene Regulierung und Überwachung ein Qualitätsmerkmal eines Finanzplatzes ist.

(«short selling») ausgenützt, um den Markt auf den Erfüllungszeitpunkt hin künstlich zu verengen<sup>30</sup>.

## 5. Unterscheidungen und Abgrenzungen

### a. Unterscheidung nach handelnder Person

Folgende mögliche «Täter» müssen im Hinblick auf eine rechtliche Erfassung der Kursmanipulation auseinandergehalten werden, wobei die Unterscheidung vor allem im Bereich der präventiven Massnahmen ihre Bedeutung hat:

(i) Dem Unternehmen nicht verbundene Dritte;

(ii) Am Börsengeschehen direkt Beteiligte, wie Broker und Banken<sup>31</sup>: diese Personen geniessen eine Vertrauensstellung gegenüber den Anlegern<sup>32</sup> und können deshalb Kurse besonders leicht manipulieren; ihre Kursbeeinflussung ist damit besonders verwerflich. Im Rahmen der präventiven Massnahmen ist zu beachten, dass diese Tätergruppe einer speziellen Aufsicht untersteht.

(iii) Das emittierende Unternehmen und Grossaktionäre: Merkmal dieser Gruppe ist das Interesse an Kursstabilisierung. Emittent und Grossaktionäre verfügen ferner potentiell über Insiderwissen, womit ihr Auftreten am Markt unter dem Gesichtspunkt des Systemschutzes bedenklich ist, da das Vertrauen der Anleger in eine faire Preisbildung beeinträchtigt wird<sup>33</sup>.

### b. Marktmanipulation und betrügerischer Aktienkauf

Von der Kursmanipulation unterschieden werden kann der *betrügerische Kauf* (bzw. Verkauf) von Wertpapieren, bei dem beispielsweise gegenüber dem Vertragspartner falsche Aussagen über den Wert der Anlage gemacht werden (sogenannter «Investment fraud»)<sup>34</sup>. Solcher Betrug kommt vor allem in nichtkотиerten Titeln vor; aber auch bei kotierten Papieren sind betrügerische Tatbestände denkbar.

Die *Abgrenzung* zur Kursmanipulation ist im einzelnen schwierig; ausländische Rechtsordnungen erfassen Manipulation und betrügerischen Kauf deshalb oft mit derselben Norm<sup>35</sup>.

### c. Kursmanipulation und Insiderbestand

Ähnlich einem Manipulierenden verhält sich der *Insider*; gewisse Länder — namentlich die USA<sup>36</sup> — erfassen denn auch den Insider und den Manipulierenden (zumindest teilweise) mit der *gleichen Norm*.

Eine *Unterscheidung* lässt sich mit folgender Faustformel finden: Während der Insider um eine Falschbewertung des Titels weiss und von der Differenz des falschen zum späteren «richtigen» Kurs zu profitieren gedenkt, will der Manipulator einen «falschen» Kurs herbeiführen<sup>37</sup>.

Die *Schweizer Insiderstrafnorm*, Art. 161 StGB (Randtitel: «Ausnützen der Kenntnis einer vertraulichen Tatsache») stellt den Markt- und Anlegerschutz

<sup>30</sup> Vgl. den *First Harlem Railroad Corner*, oben § I.2. Bemerkenswert ist übrigens, dass es kurz nach der beschriebenen Episode zu einem weiteren «Corner» kam, der dieselben Personen umfasste und als *Second Harlem Railroad Corner* in die Geschichte einging, übrigens mit gleichen Gewinnern und Verlierern. Die Technik des Corners war im 19. Jahrhundert offenbar so verbreitet, dass ein Wall Street Financier gesagt haben soll: «All large fortunes are made by corners» Nachweis bei *Tewles/Bradley* a.a.O. (Anm. 8) S. 292.

<sup>31</sup> Oft als «financial intermediaries» bezeichnet. Im Einzelfall können auch Treuhänder und Anwälte in diese Kategorie fallen.

<sup>32</sup> Teilweise sogar die Möglichkeit, Investitionsentscheide für ihre Kunden selber zu treffen, vgl. *Zobl, Der Vermögensverwaltungsauftrag der Banken*, in: *Innominatverträge*, Festschrift für Walter R. Schlupe, Zürich 1988, S. 319 ff.; ferner *Kolloquium* (Anm. 21) S. 426 ff. An diese Kategorie knüpft vor allem *Hopt* a.a.O. (Anm. 5) S. 491 ff. seine Überlegungen.

<sup>33</sup> Vgl. ferner das — mangels Sanktionsmöglichkeiten — stark durchlöchernte Verbot von Art. 659 OR.

<sup>34</sup> Vgl. hierzu etwa *Bernasconi am Kolloquium* (Anm. 21) S. 48 ff. mit empirischen Beispielen.

<sup>35</sup> In den USA mittels Rule 10 b-5, vgl. § III.1 unten; in England durch § 47 (1) und (2) FSA, vgl. § III.2 unten.

<sup>36</sup> Vgl. *Loss* a.a.O. (Anm. 5) S. 726 ff.; *Jennings/Marsh, Securities Regulation*, New York 1987, S. 623 ff. Ferner *Schmid* a.a.O. (Anm. 13) S. 18 ff.; *Fellmann, Rechtliche Erfassung von Insidertransaktionen in der Schweiz*, Diss. BS 1981, S. 134; ferner den Sachverhalt in BGE 109 Ib 47 ff.

<sup>37</sup> Allgemein zur Abgrenzung zu Art. 161 StGB *Schmid* a.a.O. (Anm. 13) N. 426.

nicht in den Vordergrund<sup>38</sup>, sondern den *Vertrauensbruch* zwischen Unternehmen und Insider<sup>39</sup>. Die oben erkannten Schutzziele einer Norm gegen die Kursmanipulation decken sich somit nicht mit den von Art. 161 StGB geschützten Rechtsgütern. Es ist damit abzusehen, dass sich bei einer allfälligen strafrechtlichen Erfassung der Kursmanipulation Konkurrenzprobleme ergeben werden, falls nicht dem unten vorgeschlagenen Ansatz eines umfassenden Schutzes gegen unfaire Praktiken gefolgt wird.

#### d. Bewusste Marktverengung/-erweiterung, Parking

Bewusste Markterweiterung kann teilweise im Dezember bei Aktien von Unternehmen beobachtet werden, welche von Grossaktionären beherrscht werden und deren (übrige) Aktien in engen Märkten gehandelt werden. Ziel der geringe Stückzahlen verkaufenden Grossaktionäre ist es, die Kurse zu senken, um geringere Steuerwerte (welche sich jeweils nach den Durchschnittskursen im Dezember errechnen) für ihre Vermögenssteuer zu erhalten.

Bewegt wird hier nur das Angebot. Manipulative Taktiken mit dem Zweck, andere Anleger zum Ver-

kauf oder Kauf zu bestimmen, *um sich zu deren Lasten zu bereichern*,<sup>40</sup> fehlen. Im Gegenteil, Grossaktionäre nehmen es in Kauf, dass sie die Aktien im Januar zu höheren Kursen zurücknehmen müssen.

Neben diesem (fehlenden) subjektiven Element muss mit § 16.2 WPG gefolgert werden, dass eine solche Marktverengung nicht als Kursmanipulation zu bezeichnen ist, weil die erzielten Kurse «mit Angebot und Nachfrage [nicht] im Widerspruch stehen».

Bewusste Marktverengung und -erweiterung kann nur in *illiquiden Märkten* mit Erfolgsaussicht gemacht werden. Sollen solche Praktiken verhindert werden, so sind Liquiditätssteigernde Massnahmen zu erwägen<sup>41</sup>.

Es existieren aber auch *manipulative Abarten* der Marktverengung, insbesondere das sogenannte *Parking* (§ 1.4.a vorstehend).

#### e. Manipulation im Primärmarkt

Falschangaben des *Emittenten* im Primärmarkt werden durch die *Prospekthaftspflicht* erfasst<sup>42</sup>.

Im Zusammenhang mit *Plazierung* von Emissionen versuchen die *Underwriter* (oder der *Emittent*) oft, den Kurs der auszugebenden Titel vor und nach Ablauf der Zeichnungsfrist zu stabilisieren, um den Absatz der (allenfalls festübernommenen) Papiere sicherzustellen. Für die Zeitdauer vor Ablauf der Zeichnungsfrist statuiert § 16.5 WPG ein generelles Handelsverbot. Praktisch findet in dieser Zeit aber ein sogenannter «*grauer Markt*» statt, oft durch ausser-

<sup>38</sup> Vgl. auch Schmid a.a.O. (Anm. 13) N. 76: «Zweifellos ist es zu eng, wenn (...) teilweise erklärt wurde, die Strafnorm [nämlich StGB 161] habe den Schutz des Börsenmarktes bzw. die Lauterkeit des Börsenmarktes zum Ziel (...). Wäre dies das vorrangige Ziel gewesen, so hätte der Straftatbestand anders ausgestaltet werden müssen, um Manipulationen des Börsenmarktes in einem weiteren Sinne erfassen zu können, z. B. Kursbeeinflussungen durch Stimmungsmache von Outsidern (...). Auch die in den Gesetzesmaterialien in diesen Zusammenhängen viel diskutierte Chancengleichheit aller Anleger an der Börse und der Vertrauensschutz in Unternehmen sind nach dem Gesetz gewordenen StGB 161 nur mit Mühe als eigentlich geschütztes Rechtsgut zu erkennen; auch solche Interessen wären allenfalls mit einem anderen gesetzlichen Instrumentarium zu schützen gewesen.» Vgl. zum Ganzen auch Giovanoli in: *La répression des opérations d'initiés* (ed. F. Dessemontet), Lausanne/Paris 1990, S. 16 (gleicher Text publiziert in WuR 1989, 111 ff.).

<sup>39</sup> Dies äussert sich auch in der Tatsache, dass der Tipnehmer nur dann strafrechtlich erfasst wird, wenn eine Vortat eines Insiders nach Art. 161 Ziff. 1 StGB gegeben ist, vgl. Schmid a.a.O. (Anm. 13) N. 295 ff. Belauscht also jemand zwei Insider, und nützt er das Erkundschaffte zu einem (unlauteren) Börsengewinn aus, so bleibt er in der Schweiz straffrei; ebenso wurde kürzlich in den USA entschieden (*SEC v. Switzer*, 590 F. Supp. 756 [W.D.Okla. 1984]), dies für einen Fall, wo der Täter an einem Pferderennen einen Verwaltungsrat einer Gesellschaft hörte, wie er seiner Frau von einer möglichen Geschäftsreise wegen der Liquidation der Gesellschaft erzählte.

<sup>40</sup> Generell wird man keinen engen Kausalzusammenhang zwischen Entreichung und Bereicherung verlangen dürfen; genügend sollte sein, dass der «Markt» geschädigt werden soll. Der beschriebene Grossaktionär, der die Dezemberkurse senken will, will sich Steuern sparen und ist damit in einem gewissen Sinne auch bereichert; «entreichert» sind aber nicht Marktteilnehmer, sondern der Fiskus.

<sup>41</sup> Beispielsweise durch Einführung eines Market Makings oder durch Kotierungsvorschriften. Das System des Market Makers ist heute in der Schweiz erst an der SOFFEX bekannt. Die Studiengruppe empfiehlt im *Bericht* (Anm. 10) S. 18 ff., dass Market Making auch an der regulären Börse eingeführt wird. Dazu wären allerdings zunächst steuerliche Barrieren zu beseitigen (Stempelsteuer). Vgl. auch *Bericht* S. 97 f.

<sup>42</sup> Vgl. insbesondere Aeschmann am *Kolloquium* (Anm. 21) S. 410 ff., insb. 418 ff.

kantonale Filialen von Zürcher Effektenhändlern<sup>43</sup>. Im Vergleich mit ausländischen Rechtsordnungen scheint dieses generelle Verbot eine zu weitgehende Massnahme zum Schutz der Investoren und des Marktes zu sein; ausreichend dürfte eine entsprechende Ankündigung des kursstützenden Käufers sein<sup>44</sup>.

#### f. Kursmanipulation im Zusammenhang mit einer Übernahme

Übernahmen (oder nur schon deren Ankündigung) eignen sich in besonderem Masse für Kursmanipulationen. Der *Schweizerische Übernahme-Kodex* der Vereinigung der Schweizer Börsen vom 1. September 1989 bezweckt unter anderem, Marktmanipulationen zu verhindern, die sich aus unechten Angeboten ergeben können. Diesem Ziel dienen insbesondere § 3.2 (keine Bedingungen, die der Anbieter selber beeinflussen kann), § 3.4 (Mindestdauer der Offerte von einem Monat), § 4.3 (Angabe der bereits gehaltenen Beteiligung), § 4.4 (Bestätigung einer Treuhandgesellschaft, dass Finanzierung zur Verfügung steht) und § 5.5 (Verbot der Manipulation; Verbot des Verkaufes von Titeln nach der Publikation des Angebotes)<sup>45</sup>.

<sup>43</sup> Vgl. Kolb, *Inoffizieller Handel an der Zürcher Effektenbörse*, Diss. ZH 1989, S. 78. Verschiedentlich wird gerade für die Subskriptionsperiode angenommen, eine Stabilisierung der Kurse sei unumgänglich. Ein Mitglied der SEC hat dazu einmal festgehalten: «This is about equivalent of saying the distributor cannot induce the public to buy unless he is allowed to fool the public», vgl. Loss a.a.O. (Anm. 5) S. 861 unter Zitat von Commissioner Healey. Anzumerken ist, dass der graue Markt oft die Transparenz fördert. Die früher übliche Ankündigung der federführenden Bank, die Emission sei ein Erfolg gewesen, kann heute an konkreten Zahlen überprüft werden.

<sup>44</sup> Vgl. die Regelung in den USA in § III.1.b, ferner § III.2.b für England.

<sup>45</sup> Die Schweizer Insidernorm findet praktisch nur bei freundlichen Offerten Anwendung. In den USA erliess die SEC unter § 14 (e) des 1934 Act die Regulation 14e, welche «fraudulent, deceptive and manipulative acts» im Zusammenhang mit Übernahmen verhindern soll. Namentlich wird alles Handeln untersagt, das auf «material, nonpublic information in the context of a tender offer» beruht (Rule 14 e-3). Erfasst ist damit auch der Fall desjenigen, der von einer geplanten Offerte erfährt und selber Käufe tätigen will, wie etwa im Chiarella-Fall, 445 U.S. 222 (1980), dargestellt auch bei Rapp, *Les expériences américaines et l'article 161 CPS*, in: La répression des opérations d'initiés (vgl. Anm. 38) S. 79 f., wo ein Drucker von Prospektunterlagen es schaffte, die Zielunternehmen zu identifizieren.

#### g. Kursstabilisierung

*Kursstabilisierung* kommt vor allem im Primärmarkt vor (vgl. § I.5.e oben). Der *Emittent* oder ein *Grossaktionär* (vgl. auch § I.5.d) können auch in einem späteren Zeitpunkt an einer Stabilisierung Interesse haben, beispielsweise im Hinblick auf eine neue Emission oder einen Kauf mit Aktientausch (vgl. § I.2). Daneben kommt es auch vor, dass Unternehmen den Kurs ihrer Titel gleichsam aus marketingmässigen Überlegungen nicht unter ein gewisses Niveau absinken lassen wollen. In den ersten beiden Fällen werden Anleger<sup>46</sup> verleitet, Papiere zu einem falschen Kurs zu erwerben, womit Manipulation gegeben ist. Im dritten Beispiel scheint die Problematik eher auf der gesellschaftsrechtlichen Ebene zu liegen: die nicht verkaufenden Aktionäre werden hier gegenüber den verkaufenden benachteiligt, da das Unternehmen Titel über ihrem (unbeeinflussten) Marktwert erwirbt<sup>47</sup>.

Generell ist die *Abgrenzung* zwischen Kursmanipulation und Stabilisierung schwierig<sup>48</sup>. Nach gegenwärtiger Ansicht ist Kursstabilisierung in der Schweiz erlaubt<sup>49</sup>. So hat das Bundesgericht neulich festgehalten: «L'immobilisation en marge du marché public d'une partie des titres n'est pas, à elle seule, illicite selon le droit suisse, car il pouvait s'agir d'une opération ordinaire de soutien de cours» (Hervorhebung nicht im Original). Festzuhalten ist aber, dass Kursstabilisierung dazu führt, dass Titel die Hand zu «falschen» Kursen die Hand wechseln, was gesamtwirtschaftlich unerwünscht ist und das Vertrauen der Anleger in eine faire Preisbildung beeinträchtigt. Auch ist zu bedenken, dass der Stabilisierende die Titel eines Tages abstossen wird, was den Markt unnötig belasten kann.

<sup>46</sup> Gemeint sind hier beispielsweise die Zeichner der künftigen Aktien. Die verkaufenden Aktionäre sind im allgemeinen bereichert, da sie einen Verkauf über dem unbeeinflussten Marktwert tätigen.

<sup>47</sup> Auch fehlt hier im allgemeinen die Bereicherungsabsicht.

<sup>48</sup> *Rider/Abrams/Ferran* a.a.O. (Anm. 4) S. 117: «The distinction between legitimate price stabilisation and market manipulation is fide.» Vgl. auch *Hopt* a.a.O. (Anm. 5) S. 495 f.: er erlaubt Banken, Kursauschläge zu glätten, verbietet ihnen aber, den Markt entgegen einer bestimmten Tendenz zu beeinflussen. Praktisch dürfte dies aber kaum ein verlässliches Kriterium darstellen.

<sup>49</sup> Nach *Hirsch* a.a.O. (Anm. 21) S. 88 wird Stabilisierung als «souhaitable» angesehen. Zur Rechtslage in Deutschland *Hopt* a.a.O. (Anm. 5) S. 495 ff. Vgl. ferner allgemein *Schmid* a.a.O. (Anm. 13) N. 247.

