
**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 Insiderbestand
 - 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 Kurs¹.

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

¹ 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»²) 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 wäre³. 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 auftritt⁴.

2. Empirisches

Im ältesten publizierten *britischen* Beispiel von Kursmanipulation⁵ 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 vorzutäuschen⁶.

In den *USA* kamen massive Kursmanipulationen vor allem vor Einführung der Bundesgesetzgebung von 1933/4 (§ III.1 unten) vor⁷. Im sogenannten *First Harlem Railroad Corner*⁸ 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

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

³ 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».

⁴ *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

⁵ 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.

⁶ Vgl. auch unten, Anm. 58 zu Schweizer Verwicklungen in diesem Fall.

⁷ 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.

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

Kurse beeinflusst werden⁹. Gesamthaft scheint Kursmanipulation kaum als relevanter Faktor bzw. als Problem auf dem Markt angesehen zu werden¹⁰, auch wenn neuerdings die Notwendigkeit einer strafrechtlichen Erfassung erkannt wird¹¹. Stützungskäufe durch betroffene Gesellschaften werden in ihrer Zulässigkeit kaum hinterfragt¹².

3. Verwerflichkeit, Schutzobjekt

Nachdem im verwandten Insiderbereich die Strafbarkeit (und gar der Unrechtsgehalt) lange umstritten blieb¹³, 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 Investitionen¹⁴. 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 Kapitalnachfragern¹⁵: sie erhalten dank einem funktionierenden Sekundärmarkt die Gelegenheit, Geld auf dem Primärmarkt zu vergleichsweise günstigen Konditionen aufzunehmen¹⁶.

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 Kapitalnachfrager¹⁷, 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 überhaupt¹⁸.

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 reflektiert¹⁹. Für den vorliegenden Zusammenhang sind die Erkenntnisse dieser Hypothese insofern wichtig, als sämtliche relevanten Informationen sich sofort in den *Kursen widerspiegeln*, falls

⁹ 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.

¹⁰ 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.

¹¹ Vgl. *Bericht* (Anm. 10) S. 60.

¹² 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.

¹³ Vgl. etwa Schmid, *Schweizerisches Insiderstrafrecht*, Bern 1988, N. 71.

¹⁴ *Bericht* (Anm. 10) S. 63.

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

¹⁶ 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.»

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

¹⁸ 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.

¹⁹ 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*²⁰. 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 Funktionieren²¹, neuerdings auch die Erhaltung der Attraktivität und die Konkurrenzfähigkeit des Marktes im internationalen Wettbewerb²². 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 gegeben²³, 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» gesprochen²⁴.

(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 Käufe²⁵ am Markt oder durch publizistische Massnahmen²⁶.

(c) Beim *Market rigging*²⁷ werden Falschmeldungen verbreitet²⁸, 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 wird²⁹.

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

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

²⁴ 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.

²⁵ 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.

²⁶ 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.

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

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

²⁹ *Bericht* (Anm. 10) S. 37.

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

²¹ 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.

²² *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 verengen³⁰.

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 Banken³¹: diese Personen geniessen eine Vertrauensstellung gegenüber den Anlegern³² 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 wird³³.

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»)³⁴. 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 Norm³⁵.

c. Kursmanipulation und Insideratbestand

Ähnlich einem Manipulierenden verhält sich der *Insider*; gewisse Länder — namentlich die USA³⁶ — 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 herbeiführen³⁷.

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

³⁰ 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.

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

³² 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.

³³ Vgl. ferner das — mangels Sanktionsmöglichkeiten — stark durchlöchernte Verbot von Art. 659 OR.

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

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

³⁶ 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.

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

nicht in den Vordergrund³⁸, sondern den *Vertrauensbruch* zwischen Unternehmen und Insider³⁹. 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*,⁴⁰ 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 erwägen⁴¹.

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* erfasst⁴².

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-

³⁸ 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.).

³⁹ 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.

⁴⁰ 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.

⁴¹ 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.

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

kantonale Filialen von Zürcher Effektenhändlern⁴³. 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 sein⁴⁴.

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)⁴⁵.

⁴³ 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.

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

⁴⁵ 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 Anleger⁴⁶ 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 erwirbt⁴⁷.

Generell ist die *Abgrenzung* zwischen Kursmanipulation und Stabilisierung schwierig⁴⁸. Nach gegenwärtiger Ansicht ist Kursstabilisierung in der Schweiz erlaubt⁴⁹. 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.

⁴⁶ 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.

⁴⁷ Auch fehlt hier im allgemeinen die Bereicherungsabsicht.

⁴⁸ *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.

⁴⁹ 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.

Im Sinne eines umfassenden Funktionsschutzes des Marktes muss deshalb erwogen werden, entweder Stabilisierung nur dann zu erlauben, wenn sie offengelegt wird, oder (vorzugsweise) Käufe des Unternehmens und der beherrschenden Aktionäre⁵⁰ generell an eine vorgängige Anzeigepflicht – oder allenfalls nachträgliche Meldepflicht – zu binden. Damit würde gleichzeitig die Gefahr echter Manipulation weitgehend beseitigt.

h. Manipulation ohne Falschmeldung?

Im berühmten Fall von *Foster Winans*, der als Kolumnist beim Wall Street Journal jeweils unter dem Titel «*Heard on the Street*» Empfehlungen zu börsenkotierten Gesellschaften abgab, hatten Winans und seine Komplizen vereinbart, dass ersterer jeweils den Tag der Publikation und den Namen der zum Kauf/Verkauf empfohlenen Titel an letztere weitergeben würde. Da die Kolumne grosses Ansehen geniesst (oder genoss), konnte jeweils mit einer Kursbewegung in der empfohlenen Richtung gerechnet werden. In 24 Fällen resultierte denn auch ein Gewinn von US\$ 690 000.–; Falschmeldungen kamen nicht vor und waren auch nie geplant⁵¹.

Diese Fallkonstellation liegt zwischen einer Manipulation (es fehlt aber an der typischen Absicht, den Kurs in eine falsche Richtung zu treiben) und dem Handeln eines Insiders (ohne dass es sich um vertrauliche Informationen im herkömmlichen Sinne handeln würde). Rechtlich erfasst werden kann ein solches Handeln nur dann, wenn man vom Käufer (oder Verkäufer) volle Fairness – d. h. Aufklärung aller relevanten, nichtöffentlichen Umstände verlangen will.

i. Front Running, Scalping, Churning

Beim sogenannten *Front Running* nützt der Broker sein Wissen um Kundenaufträge aus, indem er vor

Abwicklung dieser Aufträge selber noch Geschäfte tätigt. Hier liegt – neben der Schlechterfüllung vertraglicher Pflichten – unfaires Verhalten vor, nämlich ein Ausnutzen von relevanter, nichtöffentlicher Information (vgl. § I.5.g), aber keine Manipulation im engeren Sinn. Anders beim *Scalping*: hier tätigt die Bank ein Geschäft im Wissen, dass ihre Anlageberater die fraglichen Titel Kunden zum Kauf empfehlen werden⁵².

Beim *Churning* schliesslich wälzt ein Vermögensverwalter (oder Broker) mittels zahlreicher Transaktionen ein Kundendepot unnötig um, um seine Kommissionserträge zu steigern. Eine Manipulation könnte von *Churning* begleitet sein, im allgemeinen wird aber «nur» eine Schlechterfüllung des Vermögensverwaltungsvertrages vorliegen.

II. Regelung de lege lata

1. Börsengesetzgebung (erläutert am Beispiel des Kantons Zürich)

Wie bereits gesehen (§§ I.4 und I.5.e) verbietet § 16 WPG den *Börsenagenten*, bzw. den Trägern der sogenannten «A-Konzession» (nach § 19 auch den Bewilligungsträgern für ausserbörsliche Tätigkeit, den B-Konzessionären) die Veranlassung von Scheinofferten und von Kursen, die mit Nachfrage und Angebot in Widerspruch stehen, ferner das wissentliche oder leichtfertige Verbreiten falscher Nachrichten; verboten sind kantonal schliesslich auch (Stützungskäufe während der Zeichnungsfrist.

Als weiteres Mittel im Rahmen des Aufsichtsrechtes dient die Bestimmung von § 4 WPG, die verlangt, dass ein Bewilligungsträger einen Geschäftsbetrieb nach «reellen kaufmännischen Grundsätzen» zu gewährleisten hat⁵³.

Die Aufsicht erfolgt durch das *Börsenkommissariat* (§§ 31 ff. WPG), teilweise auch durch die *Börsenkommission* (§ 36.b WPG)⁵⁴. Mit Erteilung der A-Konzes-

⁵⁰ Insbesondere diese Gruppe kann ja an einer Stabilisierung ein Interesse haben. Wegen ihres potentiellen Insiderwissens ist eine Anzeigepflicht sowieso zu erwägen, vgl. § 5.a.iii oben.

⁵¹ Vgl. *David Carpenter v. United States*, 108 S.Ct. 316 (1987), ferner die Darstellung bei *Rapp* a.a.O. (Anm. 45) S. 86 f. Bemerkenswert ist, dass der U.S. Supreme Court in der Frage der Anwendbarkeit der Rule 10 b–5 unentschieden (4:4) blieb, was prozessual diesbezüglich zu einer Bestätigung des vorinstanzlichen Urteils führte, das Winans wegen Gebrauch von vertraulich erlangter Information (sog. «misappropriation») wegen Verstosses gegen diese Norm verurteilte.

⁵² Vgl. *Hopt* a.a.O. (Anm. 5) S. 486 f.; allgemein auch *Canaris, Bankvertragsrecht*, 2. Aufl. München 1981, N. 1938. Falls die späteren Empfehlungen in guten Treuen erfolgen, liegt Verwandtschaft zum Fall Winans (vgl. Anm. 51) vor.

⁵³ Vgl. *Nobel, Zur Problematik des sogenannten Kursschnittes beim Wertpapierhandel*, in Festschrift Hans Giger, Bern 1989, S. 527 ff., 541 f. zur Anwendung dieser Bestimmung.

⁵⁴ Vgl. *Bericht* (Fn 10) S. 109 und *Vontobel* a.a.O. (Anm. 9) S. 129 f. Das Börsenkommissariat überwacht auch die Einhaltung der autonomen Satzungen.

sion wird der Wertpapierhändler ferner automatisch Mitglied des *Effektenbörsenvereines* (§ 10 WPG), einer öffentlich-rechtlichen Körperschaft, welche neben Satzungsgewalt (§ 11 WPG) auch Aufsichtsfunktionen (§ 3 Börsenordnung) hat⁵⁵.

Verstöße gegen die vorgenannten Bestimmungen werden mit Haft und Bussen bis Fr. 10 000. — bestraft (§ 39 WPG), im Extremfall droht ein vorübergehender oder dauernder Bewilligungsentzug, bzw. ein Ausschluss aus der Börse⁵⁶.

Zu erwähnen ist im vorliegenden Zusammenhang schliesslich, dass etwa an der SOFFEX durch sogenannte Positionslimiten (speziell bei «Calls») versucht wird, Kursmanipulation zu vermeiden⁵⁷. Vgl. ferner I.5.f zum Übernahmekodex, dessen Anwendungsbereich allerdings beschränkt ist.

2. Bankenaufsicht

Die *Eidgenössische Bankenkommission* erachtet eine Beteiligung von Banken an einer Kursmanipulation als unzulässig und unvereinbar mit der von Banken zu leistenden *Gewähr für einwandfreie Geschäftstätigkeit* (Art. 3 II.a des Bankengesetzes)⁵⁸. Zu beachten ist ferner, dass Eigenmittelvorschriften und die Bestimmungen über Klumpenrisiken massive Käufe in einem Titel beschränken können.

⁵⁵ Vgl. *Bericht* (Anm. 10) S. 106; *Vontobel* a.a.O. (Anm. 9) S. 129, der das Recht des an den Sitzungen anwesenden Vorstandsmitgliedes betont, nicht marktgerecht erscheinende Kurse abzuläuten.

⁵⁶ § 36.b, 37 und 40 WPG. Vgl. auch *Bericht* (Anm. 10) S. 109; *Vontobel* a.a.O. (Anm. 9) S. 135 ff. und *Schmid* a.a.O. (Anm. 13) N. 440.

⁵⁷ Vgl. generell *Bericht* (Anm. 10) S. 113, ferner, zu den aktuellen Limiten NZZ vom 26./27. Mai 1990, S. 48. Nach diesen Limiten dürfen Kontrakte einen gewissen Prozentsatz der ausgegebenen Aktien nicht überschreiten.

⁵⁸ EBK Jahresbericht 1987 S. 30 f. Die Aussage erfolgte im Zusammenhang mit der Kursmanipulation durch Guinness PLC (vgl. § I.2 oben). Bei der fraglichen Schweizer Bank wurden Aktien zwecks Kursstabilisierung «parkiert». Vgl. neustens allgemein zur Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit *Aellen, Die Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit*, Diss. Bern 1990 *passim*; ferner *Giovanoli* a.a.O. (Anm. 38) S. 34 über vergleichbare Auswirkungen, wenn sich eine Bank an einem Insidergeschäft beteiligt oder von einem solchen erfährt; allgemein auch *Nobel* a.a.O. (Anm. 53) 543 ff.; ferner *Hauri, Möglichkeiten und Grenzen der Bankenaufsicht in der Schweiz*, SJZ 83 (1987) 321 ff.

3. Strafgesetzbuch

In BGE 113 Ib 170 bezeichnete das Bundesgericht Kursmanipulation prinzipiell als *Betrug* — dies allerdings in einem Rechtshilfefall, in welchem es nur um die Frage der beidseitigen Strafbarkeit ging. Nicht klar ersichtlich ist, ob das Bundesgericht auch einen manipulierten Kauf an der Börse wegen dessen Anonymität als *Betrug* qualifizieren würde⁵⁹.

Die *Studiengruppe* ist auf jeden Fall der Ansicht, dass der *Betrugstatbestand* nur in *Ausnahmefällen* anwendbar ist und das schweizerische Strafrecht diesbezüglich eine *Lücke* aufweist⁶⁰.

Betrug setzt unter anderem voraus, dass über *Tatsachen*, d. h. über objektiv feststellbare Umstände getäuscht wird. Künftige Ereignisse, beispielsweise Aussagen über die Kursentwicklung, fallen nicht darunter, ausser sie würden mit falschen Tatsachen untermauert, dies selbst dann, wenn die Prognosen bewusst täuschend sind⁶¹. Im weiteren fehlt es im allgemeinen an der Voraussetzung, dass der *deliktsrelevante Vorteil* unmittelbar aus dem Vermögen des Geschädigten stammen muss⁶².

Art. 152 StGB stellt das Verbreiten unwahrer Angaben über Handelsgesellschaften unter Strafe, ist aber als echtes Sonderdelikt auf Gründer, Teilhaber, Organe und Bevollmächtigte beschränkt⁶³. Diese — immerhin als abstraktes Gefährdungsdelikt ausgestaltete⁶⁴ — Norm kann somit nur in Spezialfällen von Kursmanipulation Anwendung finden⁶⁵.

Art. 158 StGB stellt die Verleitung zu Spekulation unter Strafe; allerdings muss die «Unerfahrenheit»

⁵⁹ Das Bundesgericht sagt nur «au surplus» habe es — im Gegensatz zum Börsengeschäft, wo es keinen «contact individuel» gebe — eine direkte Beziehung gegeben, a.a.O. S. 173. Konkret wurden die Aktien von einem als Underwriter agierenden Broker verkauft. Eher weit scheint *Schmid* a.a.O. (Anm. 13) N. 129 und 244 den Entscheid zu interpretieren; eine restriktive Tendenz lässt sich aber aus N. 425 daselbst ablesen.

⁶⁰ *Bericht* (Anm. 10) S. 37 f., 100. A. A. *De Beer* a.a.O. (Anm. 9) S. 156 ff.

⁶¹ *Schmid* a.a.O. (Anm. 13) N. 428.

⁶² Vgl. *Stratenwerth, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil I*, 3. Aufl. Bern 1983, § 10 N. 37; ferner BGE 109 Ib 54 ff., wo das Bundesgericht die Anwendung des *Betrugstatbestandes* auf ein Insiderdelikt ablehnte.

⁶³ Vgl. *Schmid* a.a.O. (Anm. 13) N. 201 f.

⁶⁴ Vgl. *Stratenwerth* a.a.O. (Anm. 62) § 11 N. 17: einer Schädigung bedarf es somit nicht.

⁶⁵ Vgl. *Schmid, Die strafrechtliche Verantwortlichkeit für Wirtschaftsdelikte im Tätigkeitsbereich der Aktiengesellschaft*, SAG 46 (1974) 118.

oder der «Leichtsinn» des Opfers ausgenutzt werden und die Investition in einem Missverhältnis zum Vermögen stehen. Auch dieser Tatbestand wird somit nur in Ausnahmefällen Anwendung finden.

Anzumerken ist, dass für strafrechtliche Sanktionen auf dem Gebiet des Kapitalmarktrechtes grosse Probleme im Bereich der *Strafverfolgung* bestehen⁶⁶.

4. Zivilrechtliche Sanktionsmöglichkeiten

Zivilrechtlich sind auf einen Aktienkauf grundsätzlich die Vorschriften des *Kaufvertrages*⁶⁷, ferner – auf Grund der spezifischen Abwicklung von Börsenaufträgen – diejenigen über die *Kommission* anwendbar⁶⁸. Zu beachten sind im weiteren die Vorschriften über den *Grundlagenirrtum* und die *absichtliche Täuschung*⁶⁹. Handel an der Börse wird aber *anonym* abgewickelt⁷⁰, *Selbsteintritt* durch Banken ist die Regel⁷¹. Damit besteht im allgemeinen keine – oder zumindest keine leicht eruerbare – vertragliche Beziehung zwischen einem getäuschten Anleger und dem manipulierenden Käufer oder Verkäufer.

Denkbar ist zwar, dass die Bank (bzw. die Banken) ihre allfälligen vertraglichen Ansprüche gegen den Manipulierenden an die Investoren *abtreten*⁷². Oft wird aber auch dieser Weg nichts helfen, da die Bank eben gar nicht getäuscht wurde, bzw. ihr Kaufentschluss durch die Täuschung nicht adäquat kausal verursacht wurde⁷³.

Im Einzelfall kann der Investor auch *vertragliche Rechte* gegen den Betrüger haben, so etwa aus dem Abonnement eines einen manipulierenden Inhalt auf-

weisenden Börsenbriefes⁷⁴. Vertragliche Ansprüche bestehen ferner, wenn der Broker des Investors an der Kursmanipulation beteiligt ist⁷⁵.

Es bleibt somit dem geschädigten Investor die Möglichkeit, eine *ausservertragliche Schädigung*⁷⁶ geltend zu machen. Bereits das Aufzeigen einer Widerrechtlichkeit wird vorliegend aber Mühe bereiten, insbesondere dann, wenn eine keiner Aufsicht unterstehende Person manipuliert⁷⁷. Der Beklagte wird auch oft einwenden können, es mangle am *adäquaten Kausalzusammenhang* zwischen seiner Tat und dem Schaden, da der Investor sowieso gekauft bzw. verkauft hätte⁷⁸.

Hinzuweisen ist schliesslich auf die Problematik der *Durchsetzung* der zivilrechtlichen Ansprüche, da der einzelne Anleger oft nur geringfügige Verluste haben wird. Für eine effiziente Geltendmachung solcher Ansprüche können die Investoren immerhin *Streitgenossenschaften* eingehen⁷⁹.

III. Rechtsvergleich

1. USA

a. Kursmanipulation

Spezifisch gegen Kursmanipulation gerichtet ist § 9 des *Securities Exchange Act* (auch 1934 Act genannt)⁸⁰, der unter dem Titel «Prohibition against Manipulation of Security Prices» folgendes bestimmt:

⁷⁴ Vgl. hierzu auch *De Beer, Zur zivilrechtlichen Haftung der Finanzpresse bei Börsenmanipulationen mittels falscher Anlageempfehlung*, SAG 55 (1983) 65 ff.

⁷⁵ Aus Schlechterfüllung des Auftrages. Eine Nichtigkeit des Geschäftes ist im übrigen abzulehnen, ebenso *Dessementet* a.a.O. (Anm. 70) S. 155 f.

⁷⁶ Zum Schaden *Dessementet* a.a.O. (Anm. 70) S. 138 ff.

⁷⁷ Vgl. zur analogen Frage bei Insiderdelikten *Dessementet* a.a.O. (Anm. 70) S. 137 f.; ferner *Brehm*, Berner Kommentar (1986) N. 37 zu OR 41: «Vermögen» als solches ist rechtlich nicht geschützt; zur Widerrechtlichkeit bedarf es noch eines Verstosses gegen geschriebene oder ungeschriebene Normen der Rechtsordnung. Als solche könnte allenfalls der Grundsatz von Treu und Glauben im Geschäftsverkehr dienen, vgl. hierzu *Brehm* N. 48 zu OR 41.

⁷⁸ *Dessementet* a.a.O. (Anm. 70) S. 145 ff.

⁷⁹ Die amerikanische «class action» beseitigt diese Problematik, da auch namens nicht direkt auftretender, aber betroffener Mitinvestoren geklagt werden kann.

⁸⁰ Diese Norm hat bis heute aber zu relativ wenigen Bestrafungen geführt. Vgl. *Jennings/Marsh* a.a.O. (Anm. 36) S. 624. Fälle werden im allgemeinen über Rule 10 b–5 erfasst, vgl. nachfolgend.

⁶⁶ Vgl. etwa *Hopt*, a.a.O. (Anm. 20) S. 109. Diese Aussage scheint sich im Insiderbereich zu bestätigen.

⁶⁷ Ergänzt an der Zürcher Börse durch die sogenannten Usenzen.

⁶⁸ Vgl. allgemein *Nobel* a.a.O. (Anm. 53) S. 530 ff.; *Bericht* (Anm. 10) S. 91 ff.

⁶⁹ Vgl. allgemein *Bericht* (Anm. 10) S. 92 ff.

⁷⁰ BGE 114 II 65; 113 Ib 173. Vgl. in diesem Zusammenhang auch *Dessementet, Les opérations d'initiés et le droit civil*, in *La répression...* (vgl. Anm. 38) S. 136 f., wo betont wird, dass nur schon die Sammlung der relevanten Daten ein für einen Prozess unüberwindbares Hindernis darstellen kann.

⁷¹ *Bericht* (Anm. 10) S. 93 ff.

⁷² Sofern man nicht annehmen will, die Rechte gingen gestützt auf Art. 400 I OR auf den Investor über.

⁷³ Zu erwähnen ist in diesem Zusammenhang immerhin Art. 31 III OR: auch ohne Rückgängigmachung des Kaufvertrages ist eine Schadenersatzforderung möglich.

(a) It shall be unlawful for any person, directly or indirectly (. . .)

(1) For the purpose of creating a false or misleading appearance of active trading in any security (. . .), or a false or misleading appearance with respect to the market for any such security, (A) to effect any transaction in such security which involves no change in the beneficial ownership thereof, or (B) to enter an order (. . .) for the purchase of such security with the knowledge that an order (. . .) of substantially the same size, at substantially the same time and at substantially the same price, for the sale of any such security, has been or will be entered by or for the same or different parties⁸¹, or (C) [Regelung analog (B) für Verkauf].

(2) To effect, alone or with one or more other persons, a series of transactions in any security (. . .) creating actual or apparent active trading in such security or raising or depressing the price of such security, for the purpose of inducing the purchase or sale of such security⁸². (. . .)

(4) If a dealer or broker (. . .), to make (. . .), for the purpose of inducing a purchase or sale of such security, any statement which was at the time and in the light of the circumstances under which it was made, false or misleading with respect to any material fact, and which he knew or had reasonable grounds to believe was false or misleading. (. . .)

(6) To effect either alone or with one or more other persons any series of transactions for the purchase and/or sale of any security registered on a national securities exchange for the purpose of pegging, fixing, or stabilizing the price of such security in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors.

(b) It shall be unlawful for any person to effect, by the use of any facility of a national securities exchange, in contravention of such rules and regulations as the Commission may prescribe as necessary or appropriate in the public interest or for the protection of investors (. . .)

(2) any transaction in connection with any security with relation to which he has directly or indirectly, any interest in any such put, call, straddle, option, or privilege; or (. . .)

(e) Any person who willfully participates in any act or transaction in violation of subsection (a), (b), or (c) of this section, shall be liable to any person who shall purchase or sell any security at a price which was affected by such act or transaction (. . .).

Die Bestimmungen des *Securities* (bzw. 1933) *Act* und des 1934 *Act* enthalten in ihren ursprünglichen Bestimmungen noch weitere Normen gegen manipulative Praktiken; die Regelung wurde aber gesamthaft

⁸¹ Sogenannte «wash sales», bzw. «matched orders», vgl. § I.4.a oben.

⁸² Diese Bestimmung hat zentrale Bedeutung und umfasst auch die übrigen Verbote. Sie wurde auch als «the very heart of the act» bezeichnet, vgl. *Loss* a.a.O. (Anm. 5) S. 853.

als lückenhaft empfunden⁸³. 1941 erliess daher die SEC im Rahmen ihrer Verordnungs-kompetenz die berühmte *Rule 10 b-5*⁸⁴:

It shall be unlawful for any person, directly or indirectly (. . .)

(1) to employ any device, scheme, or artifice to defraud,

(2) to make any untrue statement of a material fact or to omit to state a material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances in which they were made, not misleading, or

(3) to engage in any act, practice, or course of business which operates or would operate as a fraud or deceit upon any person, in connection with the purchase or the sale of any security.

Weitere Regeln wurden im Zusammenhang mit *Unternehmensübernahmen*⁸⁵ und *Abstimmungskämpfen* (Rule 14 a-9) erlassen. Im praktischen Rechtsleben hat heute Rule 10 b-5 eine fast umfassende Stellung erlangt, welche auf Insidervergehen, betrügerischen Kauf, falsche Empfehlungen und auch Manipulationstatbestände Anwendung findet⁸⁶.

b. Stabilisierung

Im Bereich der Kursstabilisierung gilt nach § 9 (a) (6), dass Kursstabilisierung dann verboten ist, wenn entsprechende Verordnungen der SEC sie untersagen. Regeln in diesem Sinn gibt es aber nur für die *Stabilisierung* im Rahmen einer *Emission*⁸⁷; andere Kurssta-

⁸³ § 17 (a) des 1933 Act betraf nur den Verkauf von Wertpapieren. Der Kauf wurde in §§ 9 (a) (4), 15 (c) (1) und 15 (c) (2) zwar erfasst, betraf aber entweder nur kotierte Titel, oder dann nur Broker und Dealer. Nicht erfasst waren namentlich das Unternehmen, dessen Titel in Frage standen, ferner die mit dem Unternehmen verbundenen Personen, vgl. *Loss* a.a.O. (Anm. 5) S. 726.

⁸⁴ Diese Bestimmung, welche vom Wortlaut her nur § 17 des 1933 Act auf Käufe ausdehnte, stützt sich auf § 10 (b) des 1934 Act, welcher explizit «manipulative devices» verbietet. Vgl. BGE 109 Ib 51, ferner zur Genesis der Rule 10 b-5 *Rapp* a.a.O. (Anm. 45) S. 74 ff. (mit französischer Übersetzung).

⁸⁵ § 14 (e) des 1934 Act und Rule 14 e-3, vgl. Anm. 45.

⁸⁶ Vgl. *Loss* a.a.O. (Anm. 5) S. 723-859 und S. 955-981; *Jennings/Marsh* a.a.O. (Anm. 36) S. 969-1012.

⁸⁷ Rules 10 b-6 (Prohibitions against trading by persons interested in a distribution) und 10 b-7 (Stabilizing to facilitate a distribution) für die Zeichnungsfrist, wo von einem generellen Verbot ausgegangen wird, unter anderem bei einer entsprechenden Anzeige aber eine Ausnahme gewährt wird. In bezug auf Käufe durch das betroffene Unternehmen hat die SEC einen sogenannten «Safe Harbor» geschaffen (Rule 10 b-18, Purchase of Certain Equity Securities by the Issuer and Others): Falls das Unternehmen diesen Regeln folgt, läuft es keine Gefahr, der Kursmanipulation bezichtigt zu werden (Käufe, welche nicht nach dieser Rule gemacht werden, sind nicht *automatisch* manipulativ).

bilisierung ist damit, wenn keine manipulativen Absichten vorliegen, erlaubt⁸⁸.

2. United Kingdom

a. Kursmanipulation

Historisch waren die Amerikaner in ihrem Vorgehen gegen Insider bahnbrechend, die Briten dagegen in ihrem Kampf gegen Marktmanipulation (vgl. auch § I.2 vorstehend)⁸⁹.

Unter dem *Financial Services Act 1986* («FSA») ist Kursmanipulation unter § 47 («Misleading statements and practices») erfasst. Während Absatz 1 dieser Bestimmung⁹⁰ sogenannten «Investment Fraud» betrifft, also Betrug mittels falscher Aussagen, verbieten Absatz 2 und 3 eigentliche Marktmanipulation.

(2) Any person who does any act or engages in any course of conduct which creates a false or misleading impression as to the market in or the price or value of any investments is guilty of an offence if he does so for the purpose of creating that impression and of thereby inducing another person to acquire, dispose of, subscribe for or underwrite those investments or to refrain from doing so or to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by those investments.

(3) In proceedings brought against any person for an offence under subsection (2) above it shall be a defence for him to prove that he reasonably believed that his act or conduct would not create an impression that was false or misleading as to the matters mentioned in that subsection.

Nach § 47 (6) FSA stehen auf Verletzungen dieser Regeln Gefängnisstrafen von bis zu sieben Jahren. Im weiteren besteht die Möglichkeit, entsprechende Praktiken durch vorsorgliche Massnahmen zu unterbinden (§ 61 FSA).

b. Stabilisierung

Im April 1988 wurden die Bestimmungen über die Stabilisierung mit einer Revision von § 48 (7) und

einem neuen § 47 (7A) FSA revidiert⁹¹. Nach den gegenwärtigen Regeln des *SIB*⁹² ist Stabilisierung für Emissionen unter gewissen Voraussetzungen bezüglich Preis und Dauer (und unter Offenlegung der Stabilisierung) möglich⁹³. Solche Titel dürfen im allgemeinen nicht an (Klein)Anleger empfohlen werden⁹⁴. Stabilisierung ausserhalb einer Emission ist unter öffentlicher Bekanntmachung eines Angebotes möglich, § 48(7)(b)(ii) und § 49(7A) FSA.

3. EG

Bereits 1977 erliess die Kommission eine *Empfehlung betreffend eines europäischen Verhaltenskodex bei Wertpapiertransaktionen*⁹⁵, der vor allem das Prinzip der Fairness statuiert. So findet sich etwa die Bestimmung, dass alle Personen, die regelmässige Marktteilnehmer sind, eine Pflicht haben, das Vertrauen der Investoren in einen fairen Markt zu fördern. Finanzintermediären⁹⁶ und anderen Marktteilnehmern⁹⁷ wird Kursmanipulation⁹⁸ spezifisch untersagt. Ferner sollen die Finanzintermediäre und das betreffende Unternehmen alles unternehmen, um Kursmanipulationen zu unterbinden.

Der Entwurf für eine *Richtlinie über Finanzdienstleistungen* ist lediglich insoweit relevant, als das Aufnahme-Land, in welchem eine Tätigkeit tatsächlich ausgeübt wird, Regelungen über das Marktverhalten erlassen darf und dem Herkunftsland gewisse Minimalvorschriften auferlegt werden⁹⁹. Erwähnenswert ist

⁹¹ Vgl. *Rider/Abrams/Ferran*, a.a.O. (Anm. 4) S. 117.

⁹² Das «Securities and Investment Board», eine private Gesellschaft, an welche unter § 114 FSA bedeutende Verordnungskompetenzen delegiert worden sind. Namentlich sind die sogenannten «Conduct of Business Rules» unter § 48 FSA erlassen worden. Da diese Regeln sehr umfangreich wurden, wurde im sogenannten «New Approach» versucht, Grundregeln («principles») herauszuschälen, welche für alle Marktteilnehmer gelten, ferner allgemeine Grundsätze («rules») für alle SRO («self-regulating organisations»).

⁹³ Vgl. *SIB Rules 10.01 ff.*; ferner *Rider/Abrams/Ferran* a.a.O. (Anm. 4) S. 117.

⁹⁴ *Rider/Abrams/Ferran* a.a.O. (Anm. 4) S. 117.

⁹⁵ 1977/L212/37.

⁹⁶ Supplementary principle 1.

⁹⁷ Supplementary principle 7.

⁹⁸ Als manipulative Techniken sind genannt: publication or diffusion of information which is false, exaggerated or tendentious, and also the use of other devices aimed at disrupting the markets' normal operation.

⁹⁹ Vgl. Artikel 9 und 13 des Entwurfes Kom(88) 778 endg. vom 16. Dezember 1988. Regelungen des Aufnahme-Landes müssen durch das Gemeinwohl gerechtfertigt sein.

⁸⁸ *Jennings/Marsh* a.a.O. (Anm. 36) S. 602.

⁸⁹ *Loss* a.a.O. (Anm. 5) S. 845.

⁹⁰ Any person, who (a) makes a statement, promise or forecast which he knows to be misleading, false or deceptive or dishonestly conceals any material facts: or (b) recklessly makes (dishonestly or otherwise) a statement, promise or forecast which is misleading, false or deceptive, is guilty of an offence if he makes the statement, promise or forecast or conceals the facts for the purpose of inducing, or is reckless as to whether it may induce, another person (whether or not the person to whom the statement, promise or forecast is made or from whom the facts are concealed) to enter or offer to enter into, or to refrain from offering to enter into, an investment agreement or to exercise, or refrain from exercising, any rights conferred by an investment.

schliesslich die *Insiderrichtlinie*¹⁰⁰, deren Zielsetzung die Erreichung eines «sauberen» und fairen Marktes ist.

IV. Regelung de lege ferenda

1. Wünschbarkeit einer Regelung

Die vorstehenden Ausführungen (insbesondere § I.3) haben das Ergebnis gebracht, dass eine Verhinderung der Kursmanipulation *wünschenswert* ist, und zwar sowohl unter dem Gesichtspunkt des Individual- wie auch des Systemschutzes; erwähnt wurde auch das volkswirtschaftliche Interesse an einem «sauberen» Markt und «richtigen» Kursen.

Fraglich ist, ob ein sauberer und fairer Markt nicht mit einer umfassenden Norm verwirklicht werden soll, die neben Manipulation jedes (mit Bereicherungsabsicht erfolgende) auf relevantem, nichtöffentlichem Wissen beruhende Handeln untersagt, mithin *generell eine unbeeinflusste und faire Preisbildung am Markt garantiert*, was sowohl den Anlegern, als auch dem Markt und der gesamten Volkswirtschaft dienlich wäre¹⁰¹.

Für eine solch umfassende Norm sprechen auch die erwähnten Abgrenzungsschwierigkeiten zwischen den verschiedenen Arten unfairen Handelns. Falls Investoren erwarten können, fair behandelt zu werden, senken sich im weiteren die Transaktionskosten, da aufwendige Absicherungsmechanismen entfallen.

2. Umriss einer Regelung

a. Tatbestandselemente der Kursmanipulation

Folgende Elemente der Kursmanipulation wurden erkannt: Der mit *Bereicherungsabsicht* (vgl. I.5.d) erfolgende Gebrauch *manipulativer Techniken* (vgl. § I.4), wie falsche Meldungen oder fiktive Käufe, wel-

che Dritte zu einem Börsengeschäft *verleiten* sollen, welches sie ansonsten nicht getätigt hätten¹⁰².

Eine *strafrechtliche Sanktion* der Kursmanipulation ist in Übereinstimmung mit dem Bericht (Anm. 10) zu fordern, dies allein schon wegen der präventiven Wirkungen einer Strafnorm und der Vereinfachung der zivilrechtlichen Durchsetzung von Ansprüchen von betrogenen Investoren (vgl. § II.4).

b. Einbezug in eine umfassende, Fairness garantierende Norm

Eine solche Norm würde jedes Handeln¹⁰³ *untersagen*, welches darauf beruht, dass der Täter um die *Falschbewertung* des Titels weiss — sei es, weil er eine *Manipulation* des Titels kennt, sei es, weil er über *relevantes, nichtöffentliches Wissen*¹⁰⁴ verfügt, das geeignet ist, den Kurs des Titels (wesentlich) zu beeinflussen¹⁰⁵. Erlaubt bleibt damit natürlich ein Handeln, wenn ein Investor glaubt, der Markt bewerte auf Grund vorhandener Informationen einen Titel unrichtig¹⁰⁶; zulässig wäre ferner eine Kursstabilisierung, falls sie angekündigt wird.

Erfasst würden neben dem Manipulierenden ein weiterer Kreis von «Insidern», beispielsweise Personen, die

¹⁰² Im Unterschied etwa zur englischen und amerikanischen Regelung wird hier darauf verzichtet, zu verlangen, dass die manipulativen Techniken den Preis beeinflussen oder den Eindruck eines aktiven Marktes erwecken. Ebenfalls nicht aufgenommen ist in dieser Definition das durch manipulative Techniken erreichte Abseitsstehen eines Investors, der ansonsten eine Transaktion getätigt hätte, vgl. § 47 (2) FSA, vorstehend.

¹⁰³ Blosser Falschinformation würde mit diesem Vorschlag nicht erfasst. Praktisch relevant ist Falschinformation auch nur — neben der Manipulation, die aber immer im Hinblick auf ein Handeln getätigt wird —, wenn sie vom Emittenten oder dessen Insider stammt.

¹⁰⁴ Vgl. hierzu die Definition von Insider-Information in der EG-Richtlinie (Anm. 18): «eine nicht öffentlich bekannte, präzise Information, die einen oder mehrere Emittenten von Wertpapieren oder ein oder mehrere Wertpapiere betrifft und die, wenn sie öffentlich bekannt würde, geeignet wäre, den Kurs dieses Wertpapiers oder dieser Wertpapiere beträchtlich zu beeinflussen.» Zur Lage in den USA Anm. 109.

¹⁰⁵ Zulässig bleiben muss — aus Praktikabilitätserwägungen — der geplante Aufkauf eines Aktienpaketes, falls sich die Käufe unter einer bestimmten Limite bewegen, beispielsweise unter 5%. Sobald diese Hürde überschritten wird, ist aber eine Erklärung zu verlangen, vgl. § 13 (d) des 1934 Act.

¹⁰⁶ Research wird damit nicht bestraft, sofern er sich auf zugängliche Quellen stützt.

¹⁰⁰ Vgl. Anm. 18; ferner die Vorschläge im Amtsblatt 1988/C277/18 und 1987/C153/09.

¹⁰¹ Ein generelles Gebot fairen Handelns gibt es im sonstigen Wirtschaftsleben nicht. Immerhin werden Extremverhalten durch straf- zivil- und aufsichtsrechtliche Massnahmen sanktioniert. Für den Aktienmarkt drängt sich in Anbetracht seiner Wichtigkeit aber ein solch weitgehender Schutz auf. Vgl. zum Gebot des fairen Handelns auch die EG-Regelungen (§ III.3).

ihr Wissen von einem echten Insider abgehört haben¹⁰⁷; oder ein Angestellter der A, die soeben beschlossen hat, der B AG einen grösseren Auftrag zu geben und nun deren Aktien kauft; ebenso der Gerichtssekretär, der weiss, dass das Gericht einen für die B AG äusserst vorteilhaften Entscheid fällen wird¹⁰⁸. Für diese Gruppe würde nach einem amerikanischen Grundsatz gelten: *disclose or abstain*, gib deine Information preis oder verzichte auf die Transaktion¹⁰⁹.

c. Präventive Bestimmungen

Wegen der bereits im Insiderbereich erkannten Ineffizienz strafrechtlicher Normen (vgl. auch § II.3) ist ferner ein Netz an präventiven Bestimmungen zu knüpfen, das Kursmanipulation (bzw. unfaire Praktiken überhaupt) von vornherein erschwert oder gar verhindert. Ein solches Netz würde folgende Hauptknoten umfassen:

— Strenge Aufsicht über Finanzintermediäre¹¹⁰, insbesondere also Banken, Broker, aber auch Anwälte, Treuhänder, welche von manipulierenden Tätern oft eingesetzt werden¹¹¹. Teilweise funktioniert eine Aufsicht in diesem Sinne schon heute, vorzuziehen wären aber aus Gründen der Rechtssicherheit klare Regeln für die Beaufsichtigten.

Zu erwägen ist, ob dieser Personengruppe nicht auch (grob)fahrlässige Teilnahme an einer Manipulation anzulasten wäre, ferner Handlungen, die

gestützt auf Informationen erfolgen, die nur möglicherweise kursrelevant sind. «Churning» und «Front Running» (§ I.5.h) sind zu verbieten. Präventiv würde wohl auch eine Vorschrift wirken, wonach ein Börsenmitglied aufzuzeigen hat, ob es für eigene Rechnung (als Dealer) oder für einen anderen (als Broker) auftritt¹¹².

- *Kotierungsbestimmungen*, welche es Unternehmen untersagen, ohne entsprechende Mitteilung eigene Titel zu kaufen (vgl. § I.5.g). Diese Vorschriften könnten das Unternehmen auch zwingen, umfassend und sofort kursrelevante Daten preiszugeben¹¹³.
- *Meldepflichten* für Transaktionen von Grossaktionären. Allenfalls können kotierte Unternehmen gezwungen werden, entsprechende Pflichten auf statutarischem Weg einzuführen¹¹⁴.
- Im Rahmen von *Übernahmeangeboten* sind gewisse *Verhaltenspflichten* des Offerenten in das *ordentliche Recht* zu überführen (vgl. § I.5.f).
- Präventiv wirken schliesslich auch Vorschriften, welche einen *transparenten Handel* sicherstellen. Hingegen dürften beispielsweise eine Limitierung des short selling, oder die Möglichkeit, Titel bei manipulativen Kursausschlägen abzuläuten, wenig bringen¹¹⁵.

Schliesslich wird zu fragen sein, inwieweit der Erlass und der Vollzug solcher Normen (insbesondere die Aufsicht) durch die Betroffenen selbst organisiert werden kann. Das britische Beispiel scheint zu zeigen, dass *Selbstregulierung* auf dem vorliegenden Gebiet eine adäquate Lösung sein kann, falls in einem Rahmengesetz die notwendigen Leitlinien angegeben werden¹¹⁶.

¹⁰⁷ Vgl. hierzu den *Chiarella-Fall* in Anm. 45, ferner *Switzer* in Anm. 39.

¹⁰⁸ Vgl. *Schmid* a.a.O. (Anm. 13) zur Frage, ob der Sekretär allenfalls unter Art. 161 Ziff. 1 StGB fällt (was verneint werden muss); ferner N. 190 ff. zur Frage, ob es sich um eine kursrelevante Tatsache handle.

¹⁰⁹ Vgl. *Loss* a.a.O. (Anm. 5) S. 729 ff. und *Jennings/Marsh* a.a.O. (Anm. 36) S. 1043 ff.; ferner den *Chiarella* Entscheid (Anm. 45), insbesondere die «dissenting» und «concurring» opinions. Ausserhalb des Bereiches von Übernahmeofferten besteht in den USA heute noch keine allgemeine Verpflichtung, relevantes, nichtöffentliches Wissen preiszugeben, ausser es bestehe eine «fiduciary relationship» oder das Wissen sei auf unlautere Weise erlangt worden, vgl. zu dieser «misappropriation theory» auch den Fall *Winans* (Anm. 51).

¹¹⁰ Vgl. hierzu vor allem *Hirsch* a.a.O. (Anm. 21) S. 90 ff.; *Knapp*, *Aspects du droit boursier en Suisse*, in Festschrift für Otto K. Kaufmann, Basel/Stuttgart 1989, S. 288 ff.

¹¹¹ Vgl. allgemein *Hirsch*, *L'importance des règles professionnelles dans la lutte contre la criminalité économique*, ZSR 1985 II 387 ff. Kritisch *Hauri* am Kolloquium (Anm. 21) S. 42, 44 f. ferner das Votum von *M. Lusser* daselbst. Anders wiederum *Bernasconi* daselbst S. 71 mit einer Darstellung des Tessiner Gesetzes über Treuhänder.

¹¹² *Knapp* a.a.O. (Anm. 110) S. 293. Zu bedenken ist immerhin auch, dass weitgehende Offenlegungspflichten beispielsweise dazu führen können, dass ein Broker in einen «Corner» getrieben wird.

¹¹³ Der New York Stock Exchange (Listed Company Manual 202.03 bis 202.06) schreibt seinen kotierten Gesellschaften vor «to release quickly (...) any news or information which might reasonably be expected to materially affect the market for [the] securities» und Erklärungen abzugeben, falls «rumors or unusual market activity indicate that information on impending developments has leaked out.»

¹¹⁴ Dieser Zwang kann über Kotierungsvorschriften durchgesetzt werden. Vgl. generell zur Einführbarkeit statutarischer Vorschriften *Sigrüst*, *Ordnungspolitische Fragwürdigkeiten der Börsengesetzdebatte in der Schweiz*, NZZ vom 30. Januar 1990, S. 41.

¹¹⁵ Vgl. *Knapp* a.a.O. (Anm. 110) S. 292.

¹¹⁶ Vgl. dazu *Nobel* am Kolloquium (Anm. 21) S. 441 ff.; zum Rechtszustand in England *Berrill* daselbst S. 27 ff. und *Reicke/Nick*, *Das neue Finanzanlagegesetz in Grossbritannien*, STh 9/88 S. 334 ff.