



**Universität  
Zürich<sup>UZH</sup>**

Rechtswissenschaftliche Fakultät

## **Fall 6**

# **Der unseriöse «Vorläufer» Börsendelikte und Marktmissbrauch**

**PD Dr. Christoph B. Bühler, LL.M.**

Rechtsanwalt

Privatdozent für Schweizerisches und internationales Handels- und  
Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich



**Universität  
Zürich<sup>UZH</sup>**

Rechtswissenschaftliche Fakultät

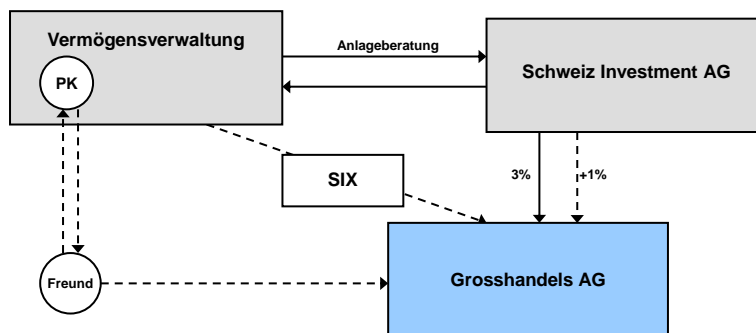
## **Zielsetzung**

Rechtliche Beurteilung des «Frontrunning» eines  
Finanzintermediärs

Auslegung des Gesetzes hinsichtlich der Auslösung der  
börsenrechtlichen Meldepflicht durch Beteiligungsaufstockung  
eines Investors nach einer «Punktlandung» auf einer  
Meldeschwelle



## Sachverhalt



## Fragestellungen

1. Wie ist das Verhalten von Primus Kurrer rechtlich zu beurteilen?
2. Die Schweiz Investment AG hatte vor der weiteren Aufstockung ihrer Beteiligung bereits exakt 3% der Aktien bzw. Stimmrechte an der Grosshandels AG erworben und diesen Erwerb gemäss Art. 20 Abs. 1 BEHG gemeldet. Löst der weitere Zukauf von Aktien der Grosshandels AG, mit der die Schweiz Investment AG nun insgesamt 4% der Stimmrechte der Grosshandels AG hält, erneut die börsenrechtlicher Meldepflicht aus? Begründen Sie Ihre Antwort.



**Universität  
Zürich**<sup>UZH</sup>

Rechtswissenschaftliche Fakultät

## Praxisrelevanz

**Frage 1:** Urteil des Bezirksgerichts Zürich vom 3.9.2010  
(«Frontrunning»)

**Frage 2:** Revision von Art. 9 Abs. 4 BEHV-FINMA vom 23.11.2011



**Universität  
Zürich**<sup>UZH</sup>

Rechtswissenschaftliche Fakultät

## Methodik

1. Feststellung des Sachverhalts
2. Problemerkfassung
3. Rechtliche Analyse der Problembereiche und Subsumtion
4. Schlussfolgerungen und Ergebnis



## Rechtliche Tatbestände?

- Ausnützen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen (Art. 161 StGB)
- Kursmanipulation (Art. 161<sup>bis</sup> StGB)
- Ungetreue Geschäftsbesorgung (Art. 158 StGB)
- Verstoss gegen die Sorgfalts- und Treuepflicht des Effekthändlers (Art. 11 Abs. 1 lit. b und c BEHG sowie FINMA Rundschreiben 2008/38/Marktverhaltensregeln, Ziff. 42)



## Ausnützen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen (Art. 161 StGB)

### Art. 161

1. Wer als Mitglied des Verwaltungsrates, der Geschäftsleitung, der Revisionsstelle oder als Beauftragter einer Aktiengesellschaft oder einer sie beherrschenden oder von ihr abhängigen Gesellschaft,

als Mitglied einer Behörde oder als Beamter,

oder als Hilfsperson einer der vorgenannten Personen,

sich oder einem andern einen Vermögensvorteil verschafft, indem er die Kenntnis einer vertraulichen Tatsache, deren Bekanntwerden den Kurs von in der Schweiz börslich oder vorbörslich gehandelten Aktien, andern Wertschriften oder entsprechenden Bucheffekten der Gesellschaft oder von Optionen auf solche in voraussehbarer Weise erheblich beeinflussen wird, ausnützt oder diese Tatsache einem Dritten zur Kenntnis bringt,

wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe bestraft.

2. Wer eine solche Tatsache von einer der in Ziffer 1 genannten Personen unmittelbar oder mittelbar mitgeteilt erhält und sich oder einem andern durch Ausnützen dieser Mitteilung einen Vermögensvorteil verschafft,

wird mit Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder Geldstrafe bestraft.



## Kursmanipulation (Art. 161<sup>bis</sup> StGB)

### Art. 161<sup>bis</sup>

Wer in der Absicht, den Kurs von in der Schweiz börslich gehandelten Effekten erheblich zu beeinflussen, um daraus für sich oder für Dritte einen unrechtmässigen Vermögensvorteil zu erzielen:

wider besseren Wissens irreführende Informationen verbreitet oder

Käufe und Verkäufe von solchen Effekten tätigt, die beidseitig direkt oder indirekt auf Rechnung derselben Person oder zu diesem Zweck verbundener Personen erfolgen,

wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe bestraft.



## Ungetreue Geschäftsbesorgung (Art. 158 StGB)

### Art. 158

1. Wer aufgrund des Gesetzes, eines behördlichen Auftrages oder eines Rechtsgeschäfts damit betraut ist, Vermögen eines andern zu verwalten oder eine solche Vermögensverwaltung zu beaufsichtigen, und dabei unter Verletzung seiner Pflichten bewirkt oder zulässt, dass der andere am Vermögen geschädigt wird, wird mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe bestraft.

Wer als Geschäftsführer ohne Auftrag gleich handelt, wird mit der gleichen Strafe belegt.

Handelt der Täter in der Absicht, sich oder einen andern unrechtmässig zu bereichern, so kann auf Freiheitsstrafe von einem Jahr bis zu fünf Jahren erkannt werden.

2. Wer in der Absicht, sich oder einen andern unrechtmässig zu bereichern, die ihm durch das Gesetz, einen behördlichen Auftrag oder ein Rechtsgeschäft eingeräumte Ermächtigung, jemanden zu vertreten, missbraucht und dadurch den Vertretenen am Vermögen schädigt, wird mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe bestraft.



## Verhaltensregeln für Effektenhändler (Art. 11 BEHG)

### Art. 11

<sup>1</sup> Der Effektenhändler hat gegenüber seinen Kunden:

- a. eine Informationspflicht; er weist sie insbesondere auf die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken hin;
- b. eine Sorgfaltspflicht; er stellt insbesondere sicher, dass die Aufträge seiner Kunden bestmöglich erfüllt werden und diese die Abwicklung seiner Geschäfte nachvollziehen können;
- c. eine Treuepflicht; er stellt insbesondere sicher, dass allfällige Interessenkonflikte seine Kunden nicht benachteiligen.

<sup>2</sup> Bei der Erfüllung dieser Pflichten sind die Geschäftserfahrung und die fachlichen Kenntnisse der Kunden zu berücksichtigen.

.



## FINMA-Rundschreiben 2008/38/Marktverhaltensregeln, N. 42

Mit Treu und Glauben sind namentlich folgende Verhaltensweisen nicht zu vereinbaren:

- Ausnützen der Kenntnis von Kundenaufträgen zur vorgängigen, parallelen oder unmittelbar danach anschliessenden Durchführung von gleichlaufenden Eigengeschäften (Vorlaufen, Mitlaufen, Nachlaufen zu Kundengeschäften; „Front / Parallel / After Running“, siehe Verhaltensregeln für Effektenhändler der Schweizerischen Bankiervereinigung).



## Ausblick

### Revision BEHG (Börsendelikte und Marktmissbrauch)

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

Die Kenntnis einer vertraulichen **Information des Emittenten**, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs von in der Schweiz kotierten Effekten oder von daraus abgeleiteten Finanzinstrumenten erheblich zu beeinflussen (Insiderinformation), darf nicht dazu genützt werden, sich oder anderen einen Vermögensvorteil zu verschaffen.

#### Art. 33f (neu) Kursmanipulationen

Unzulässig handelt, wer in der Absicht, den Kurs von in der Schweiz börslich gehandelten Effekten erheblich zu beeinflussen, um daraus für sich oder für Dritte einen Vermögensvorteil zu erzielen:

- a. wider besseren Wissens irreführende Informationen verbreitet; oder
- b. Käufe und Verkäufe solcher Effekten tätigt, die beidseitig direkt oder indirekt auf Rechnung derselben Person oder zu diesem Zweck verbundener Personen erfolgen.



## Ausblick

### Revision BEHG (Börsendelikte und Marktmissbrauch)

#### Variante A

##### Art. 33g (neu) Weitere untersagte Marktverhalten

<sup>1</sup>Unzulässig handelt, wer in der Absicht, die Marktteilnehmer zu täuschen, Transaktionen vornimmt.

<sup>2</sup>Die FINMA wird ermächtigt, Ausführungsbestimmungen zu erlassen, insbesondere um zulässige von unzulässigen Transaktionen abzugrenzen.

#### Variante B

##### Art. 33g (neu) Weitere untersagte Marktverhalten

#### Unzulässig handelt, wer:

- a. in der Absicht Handelsvolumen vorzutäuschen, Effekten beidseitig direkt oder indirekt auf Rechnung derselben Person kauft und verkauft;
- b. eine bestimmte Effekte oder darauf bezogene derivative Finanzinstrumente besitzt oder über entsprechende Short-Positionen verfügt und den Kauf oder Verkauf dieser Effekten in der Absicht, einen Vermögensvorteil zu erzielen, öffentlich empfiehlt, ohne zuvor oder in unmittelbarem Zusammenhang mit dieser Empfehlung in gleicher Weise bekannt gemacht zu haben, dass er diese Effekte oder die darauf bezogenen derivativen Finanzinstrumente selbst besitzt oder über entsprechende Short-Positionen verfügt (Scalping);
- c. **Effektendepots verwaltet und vertrauliche Kundenaufträge dazu ausnützt, eigene Geschäfte zu tätigen, in der Absicht, einen Vermögensvorteil zu erzielen (Front- und Parallelrunning).**



**Universität  
Zürich<sup>UZH</sup>**

Rechtswissenschaftliche Fakultät

### Frage 2:

Die Schweiz Investment AG hatte vor der weiteren Aufstockung ihrer Beteiligung bereits exakt 3% der Aktien bzw. Stimmrechte an der Grosshandels AG erworben und diesen Erwerb gemäss Art. 20 Abs. 1 BEHG gemeldet. Löst der weitere Zukauf von Aktien der Grosshandels AG, mit der die Schweiz Investment AG nun insgesamt 4% der Stimmrechte der Grosshandels AG hält, erneut die börsenrechtlicher Meldepflicht aus? Begründen Sie Ihre Antwort.



**Universität  
Zürich<sup>UZH</sup>**

Rechtswissenschaftliche Fakultät

### Frage 2: Börsenrechtliche Meldepflicht

#### Art. 20 BEHG

<sup>1</sup> Wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Aktien oder Erwerbs- oder Veräusserungsrechte bezüglich Aktien einer Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise in der Schweiz kotiert sind, für eigene Rechnung erwirbt oder veräussert und dadurch den Grenzwert von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33 $\frac{1}{3}$ , 50 oder 66 $\frac{2}{3}$  Prozent der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, erreicht, unter- oder überschreitet, muss dies der Gesellschaft und den Börsen, an denen die Beteiligungspapiere kotiert sind, melden.





## Methoden der Gesetzesauslegung

- Grammatikalische Auslegung
- Historische Auslegung
- Zeitgemässe Auslegung
- Systematische Auslegung
- Teleologische Auslegung



## Grammatikalische Auslegung von Art. 20 Abs. 1 BEHG

### Art. 20 Meldepflicht

<sup>1</sup> Wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten Aktien oder Erwerbs- oder Veräusserungsrechte bezüglich Aktien einer Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz, deren Beteiligungspapiere mindestens teilweise in der Schweiz kotiert sind, für eigene Rechnung erwirbt oder veräussert und dadurch den Grenzwert von 3, 5, 10, 15, 20, 25, 33 $\frac{1}{3}$ %, 50 oder 66 $\frac{2}{3}$ % Prozent der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, erreicht, unter- oder überschreitet, muss dies der Gesellschaft und den Börsen, an denen die Beteiligungspapiere kotiert sind, melden.



## Grammatikalische Auslegung von Art. 20 Abs. 1 BEHG

### Art. 9 Abs. 4 BEHV-FINMA (neu):

Keine Meldepflicht entsteht, wenn das Erreichen eines Grenzwertes gemeldet worden ist und dieser überschritten wird, ohne dass der nächsthöhere Grenzwert erreicht oder überschritten wird.



## Auslegung von Art. 20 Abs. 1 BEHG

- **Historische Auslegung**
  - Botschaft BEHG von 1993
  
- **Zeitgemässe Auslegung**
  - Revision BEHG von 2007



**Universität  
Zürich<sup>UZH</sup>**

Rechtswissenschaftliche Fakultät

## Systematische Auslegung von Art. 20 Abs. 1 BEHG

### Verhältnis zur verschärften Meldepflicht gemäss Art. 31 Abs. 1 BEHG:

Der Anbieter oder wer direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten über eine Beteiligung von mindestens 3 Prozent der Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, der Zielgesellschaft oder gegebenenfalls einer andern Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere zum Tausch angeboten werden, verfügt, muss von der Veröffentlichung des Angebots bis zum Ablauf der Angebotsfrist der Übernahmekommission und den Börsen, an denen die Papiere kotiert sind, jeden Erwerb oder Verkauf von Beteiligungspapieren dieser Gesellschaft melden.



**Universität  
Zürich<sup>UZH</sup>**

Rechtswissenschaftliche Fakultät

## Telelogische Auslegung von Art. 20 Abs. 1 BEHG

### Normzweck

- Erhöhung der Markttransparenz
- Reduktion der Informationsdisparität unter den Marktteilnehmern («level playing field»)
- Schutz der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes



## Ergebnis der Auslegung von Art. 20 Abs. 1 BEHG

Unter allen relevanten Auslegungsgesichtspunkten ist die börsenrechtliche Meldepflicht in Art. 20 Abs. 1 BEHG dahingehend zu interpretieren, dass Auslöser der Meldepflicht die *Berührung* eines Grenzwertes ist und dass nach dem genauen Erreichen des Grenzwertes von 3% die anschliessende Beteiligungsaufstockung auf 4% nicht erneut die Meldepflicht auslöst, weil dadurch der nächsthöhere gesetzliche Grenzwert nicht berührt wird.