

Markt- und Kursmanipulation

Art. 143 und Art. 155 FinfraG sowie Art. 122 ff. FinfraV

Dissertation
der Rechtswissenschaftlichen Fakultät
der Universität Zürich

zur Erlangung der Würde eines Doktors der Rechtswissenschaft

vorgelegt von

Marc Hanslin
von Rapperswil-Jona SG

genehmigt auf Antrag von

Prof. Dr. Hans-Ueli Vogt

und

Prof. Dr. Wolfgang Wohlers

Dike Verlag AG Zürich 2017

Inhaltsverzeichnis

Abkürzungsverzeichnis.....	XIX
Literaturverzeichnis	XXV
Materialienverzeichnis.....	XLIX
Einleitung	1
§ 1 Gegenstand der Arbeit.....	1
§ 2 Ziel und Gang der Arbeit.....	4
1. Teil Ökonomische Grundlagen	7
§ 1 Was ist der Kapitalmarkt?	7
§ 2 Funktionsbedingungen des Kapitalmarkts.....	8
I. Allokative Effizienz	8
II. Operationale Effizienz.....	9
III. Institutionelle Effizienz	9
IV. Möglicher Zielkonflikt	10
§ 3 Preisbildung.....	11
I. Wert und Preis.....	11
II. Wertberechnung	12
1. Fundamentalanalysen.....	12
1.1 Gesamtbewertungsverfahren.....	12
1.2 Einzelbewertungsverfahren.....	13
1.3 Marktvergleichsverfahren	14
1.4 Risikoadjustierung	15
2. Technische Analysen	16
3. Ergebnis und Würdigung	17
III. Theorie der effizienten Kapitalmärkte.....	17
1. These.....	17
2. Kritik.....	19
2.1 Informationsparadoxon.....	19
2.2 Noise-Theorie	20
2.3 Empirische Anomalien	23
3. Ergebnis und Würdigung	24
IV. Preisbildung an Effektenbörsen.....	25
1. Auktionsmarkt.....	25
1.1 Fortlaufende Auktion.....	26
1.2 Periodische Auktion.....	26

2.	Market-Maker-Markt	26
2. Teil	Grundlagen der Marktmanipulation	29
§ 1	Was ist Marktmanipulation?.....	29
I.	Sprachliche Klärung des Manipulationsbegriffs.....	29
II.	Der Manipulator und die anderen Anleger	31
III.	Definitionsansätze	34
1.	Wirkungsorientierter Ansatz	35
2.	Absichtsorientierter Ansatz.....	37
2.1	Unlautere Absicht	37
2.1.1	Börsengewinne und Ethik	38
2.1.2	Gewinn aus Spekulation.....	39
2.1.3	Gewinn aus Insiderhandel.....	40
2.1.4	Gewinn aus Marktmanipulation	41
2.1.5	Gewinn aus Monopol	42
2.1.6	Zwischenergebnis und -würdigung	43
2.2	Wirtschaftlicher Hintergrund	44
2.2.1	Objektiv wirtschaftlicher Hintergrund.....	44
2.2.2	Volkswirtschaftlich nützlicher Hintergrund	45
2.2.3	Subjektiv wirtschaftlicher Hintergrund	46
2.2.4	Zwischenergebnis und -würdigung	47
3.	Ergebnis und Würdigung	48
IV.	Marktmanipulation und Marktmissbrauch.....	50
V.	Marktmanipulation, Wettbewerbsrecht und Fairness	51
§ 2	Erscheinungsformen	53
I.	Informationsgestützte Manipulation.....	55
1.	Market Rigging	55
2.	Scalping.....	56
II.	Handelsgestützte Manipulation	57
1.	Effektive Geschäfte	58
2.	Fiktive Geschäfte	58
2.1	Wash Sales.....	59
2.2	Matched Orders	59
III.	Handlungsgestützte Manipulation	60
§ 3	Profitabilität.....	62
I.	Ausnutzungshandlungen	62
1.	Direkte Ausnutzung	63
2.	Indirekte Ausnutzung.....	64
2.1	Vertragliche Ausnutzung	64
2.2	Öffentlich-rechtliche Ausnutzung.....	64
II.	Profitabilität informationsgestützter Manipulation.....	65

	III. Profitabilität handelsgestützter Manipulation.....	68
	IV. Ergebnis	71
§ 4	Wirkung auf die Funktionsfähigkeit des Markts.....	71
	I. Marktmanipulation und allokativen Effizienz	72
	II. Marktmanipulation und Liquidität des Markts	73
	1. Theorie der Kapitalflucht	73
	2. Marktmanipulation, Risiko und Rendite	76
	3. Marktmanipulation und das Vertrauen in den Markt.....	77
	4. Ergebnis und Würdigung	81
§ 5	Kosten-Nutzen-Analyse eines Verbots.....	82
	I. Beurteilungskriterien.....	82
	II. Nutzen	82
	1. Ausmass von Marktmanipulation.....	82
	2. Effektivität und Wirkung eines Verbots.....	83
	III. Kosten	84
	1. Interne Kosten.....	85
	2. Externe Kosten.....	86
	2.1 Direkte Kosten	86
	2.1.1 Kosten für prudentiell Beaufsichtigte.....	86
	a) Compliance	86
	b) Überwälzte interne Kosten.....	87
	2.1.2 Kosten für Marktbeaufsichtigte.....	88
	2.2 Indirekte Kosten.....	88
	IV. Würdigung.....	89
3. Teil	Kursmanipulation (Art. 155 FinfraG)	91
§ 1	Geschütztes Rechtsgut.....	92
	I. Strafschutzwürdigkeit des Rechtsguts	92
	1. Geschützte Kollektivrechtsgüter	92
	1.1 Schutz der Funktionsfähigkeit des Markts	92
	1.2 Fairness des Markts	95
	1.3 Stabilität des Markts	95
	2. Geschütztes Individualrechtsgut.....	96
	2.1 Schutz des individuellen Vermögens	97
	2.2 Strafbarkeitslücke des Betrugstatbestands	98
	2.3 Weitere Kritik am Individualschutzkonzept	98
	3. Ergebnis und Würdigung	99
	II. Strafschutzbedürftigkeit des Rechtsguts.....	101
	1. Vorliegen einer Strafbarkeitslücke.....	102
	1.1 Betrug	103
	1.2 Arglistige Vermögensschädigung	103

1.3	Unwahre Angaben über kaufmännische Gewerbe	105
1.4	Ausnützen von Insiderinformationen.....	106
1.5	Urkundenfälschung.....	107
1.6	Unlauterer Wettbewerb.....	107
1.7	Zwischenergebnis	108
2.	Alternative Sanktionierungsmöglichkeiten	109
2.1	Privatrechtliche Sanktionen	109
2.1.1	Selbstregulierung.....	109
2.1.2	Zivilrechtlicher Ausgleich.....	111
2.2	Verwaltungsrechtliche Massnahmen	112
2.2.1	Verwaltungsrechtliche Sanktionen.....	113
a)	Restitutorische Sanktionen.....	113
b)	Pönale Sanktionen.....	113
c)	Administrative Rechtsnachteile.....	115
d)	Abgrenzung pönaler Verwaltungssanktionen.....	116
2.2.2	Abschreckungswirkung von Verwaltungssanktionen.....	117
3.	Handlungs- und Erfolgswert	118
III.	Ergebnis	119
§ 2	Rechtliche Qualifikation.....	120
I.	Kursmanipulation als Gefährungsdelikt	120
1.	Kategorie der Gefährungsdelikte.....	120
2.	Stand der Lehre	122
3.	Kursmanipulation als Kumulationsdelikt	123
II.	Kursmanipulation als Tätigkeitsdelikt.....	124
§ 3	Täterkreis.....	124
§ 4	Tatobjekt.....	125
I.	Effekten.....	125
1.	Wertpapiere.....	125
2.	Wertrechte.....	126
3.	Derivate.....	126
3.1	Optionen	126
3.2	Termingeschäfte	127
3.3	Verbriefung.....	127
4.	Bucheffekten	127
5.	Vereinheitlicht und zum massenweisen Handel geeignet.....	128
6.	Rohstoffe, Edelmetalle, Devisen, Indizes und Zinsen	128
7.	Handel von Elektrizität an Börsen.....	129
II.	Kurs.....	129
III.	Handelszulassung an einem Handelsplatz	130
IV.	In der Schweiz.....	131
V.	Ausklammerung des Primärmarkts	133

§ 5	Informationstatbestand (Art. 155 Abs. 1 lit. a FinfraG).....	134
I.	Objektiver Tatbestand	134
1.	Informationen.....	134
1.1	Stand der Lehre.....	134
1.2	Was sind Informationen?.....	136
1.3	Tatsachen und Werturteile	137
1.4	Werturteile sind kursrelevant.....	139
1.5	Minimaler Tatsachenkern	140
1.6	Gerüchte sind kursrelevant	141
1.7	Abgrenzung zur Insiderinformation (Art. 2 lit. j FinfraG)	142
1.8	Ergebnis.....	142
2.	Falsche oder irreführende Informationen	143
2.1	Falsche Informationen	143
2.2	Irreführende Informationen.....	145
3.	Verbreiten	146
3.1	Aktives Verbreiten.....	146
3.2	Verbreiten durch reines Schweigen	148
3.2.1	Abgrenzung Handlung und Unterlassung.....	148
3.2.2	Tätigkeitsdelikte als unechte Unterlassungsdelikte?	149
3.2.3	Garantenstellung für den Kapitalmarkt	151
a)	Garantenstellung aus Vertrag	152
b)	Garantenstellung aus Ingerenz	152
c)	Garantenstellung aus Gesetz	153
3.3	Ergebnis.....	154
4.	Kursbeeinflussungseignung	154
4.1	Notwendigkeit der teleologischen Reduktion	154
4.1.1	Ausschluss von Fällen ohne Kapitalmarktbezug.....	154
4.1.2	Ausschluss von Bagatellen.....	155
4.2	Reduktion durch ungeschriebenes Tatbestandsmerkmal.....	156
4.3	Ausgestaltung des Tatbestandsmerkmals.....	158
II.	Subjektiver Tatbestand.....	160
1.	Vorsatz.....	160
2.	Wider besseren Wissens.....	160
3.	Absicht zur erheblichen Kursbeeinflussung.....	161
3.1	Absicht.....	161
3.2	Kursbeeinflussung	162
3.3	Erheblichkeit.....	162
3.4	Massgeblicher Beurteilungszeitpunkt.....	163
4.	Vermögensvorteilsabsicht.....	163
4.1	Absicht.....	163
4.2	Vermögensvorteil	165

4.3	Daraus.....	166
4.4	Für sich oder einen anderen	166
§ 6	Transaktionstatbestand (Art. 155 Abs. 1 lit. b FinfraG).....	166
I.	Objektiver Tatbestand	167
1.	Käufe und Verkäufe von solchen Effekten.....	167
2.	Beidseitig direkt oder indirekt auf Rechnung derselben Person	167
3.	Beidseitig direkt oder indirekt auf Rechnung zu diesem Zweck verbundener Personen	168
4.	Tätigen	169
5.	Kursbeeinflussungseignung	169
6.	Ausnahmen gemäss Art. 122 ff. FinfraV.....	170
II.	Subjektiver Tatbestand	170
§ 7	Qualifizierte Kursmanipulation (Art. 155 Abs. 2 FinfraG).....	171
I.	Qualifikation der qualifizierten Kursmanipulation	171
1.	Qualifizierte Kursmanipulation als Gefährungsdelikt	171
2.	Qualifizierte Kursmanipulation als Tätigkeitsdelikt.....	172
3.	Vermögensvorteil als objektive Strafbarkeitsbedingung.....	172
II.	Tatbestandsmerkmale	175
1.	Handlung nach Abs. 1	175
2.	Vermögensvorteil.....	175
2.1	Begriff Vermögensvorteil	176
2.2	Berechnung.....	176
2.3	Höhe	180
§ 8	Sonderfragen	180
I.	Konkurrenzen.....	180
II.	Verfolgungsverjährung.....	182
1.	Verjährungsfrist	182
2.	Beginn.....	182
III.	Einziehung.....	183
IV.	Kursmanipulation als geringfügiges Vermögensdelikt?	183
4. Teil	Marktmanipulation (Art. 143 FinfraG).....	185
§ 1	Geschütztes Rechtsgut.....	187
§ 2	Rechtliche Qualifikation.....	189
I.	Sanktionspalette	189
II.	Innerstaatliche Qualifikation der Sanktionen.....	190
1.	Charakter der Sanktion.....	190
1.1	Restitutorische Sanktionen.....	190
1.2	Pönale Sanktionen.....	190
2.	Einordnung anhand formeller Kriterien	193
3.	Anwendbarkeit der allgemeinen Bestimmungen des StGB.....	194

III. Qualifikation nach Art. 6 Abs. 1 EMRK	194
1. Beurteilungskriterien	194
1.1 Innerstaatliche Qualifikation	195
1.2 Natur der Widerhandlung	195
1.3 Art und Schwere der Sanktion	196
2. Qualifikation als strafrechtliche Anklage	197
IV. Ergebnis	200
§ 3 Täterkreis	201
§ 4 Tatobjekt	203
I. Erweiterter sachlicher und räumlicher Anwendungsbereich	203
II. Effekten	205
III. Angebot, Nachfrage oder Kurs von Effekten	207
IV. Handelszulassung an einem Handelsplatz	207
V. In der Schweiz	207
VI. Grundsätzliche Ausklammerung des Primärmarkts	208
§ 5 Informationstatbestand (Art. 143 Abs. 1 lit. a FinfraG)	208
I. Objektiver Tatbestand	208
1. Informationen, die falsche oder irreführende Signale geben	209
1.1 Kritik und Neuinterpretation	209
1.1.1 Signale über den Wert einer Effekte	209
1.1.2 Wer ist für die Korrektheit eines Signals verantwortlich?	210
1.1.3 Vielmehr: falsche oder irreführende Informationen mit Signalwirkung	211
1.2 Falsche oder irreführende Informationen	212
1.3 Signalwirkung	212
1.4 Anwendungsfälle	213
2. Öffentlich verbreiten	214
2.1 Öffentlich	214
2.2 Aktive Verbreitung	215
2.3 Verbreiten durch reines Schweigen	216
II. Subjektiver Tatbestand	217
1. Vorsatz	219
1.1 Vorsatz natürlicher Personen	219
1.2 Vorsatz juristischer Personen	219
1.2.1 Zurechnungsmodell und originäre Verantwortlichkeit der juristischen Person	220
1.2.2 Wissen	221
1.2.3 Wollen	223
2. Fahrlässigkeit	224
2.1 Wissenmüssen bei natürlichen Personen	224
2.1.1 Objektiver und subjektiver Sorgfaltsmassstab	224

	2.1.2 Informationsverbreitung als erlaubtes Risiko	225
	2.1.3 Ergebnis	227
	2.2 Wissenmüssen bei Unternehmen	228
§ 6	Transaktionstatbestand (Art. 143 Abs. 1 lit. b FinfraG).....	230
	I. Kritik und Neuinterpretation	230
	II. Objektiver Tatbestand	233
	1. Tätigen von Geschäften oder Kauf- oder Verkaufsaufträgen	233
	2. Signal	237
	III. Subjektiver Tatbestand	237
	1. Kein wirtschaftlicher Hintergrund (Beeinflussungsabsicht).....	237
	1.1 Unmittelbare Beeinflussung.....	239
	1.2 Mittelbare Beeinflussung.....	240
	1.3 Abgrenzungsfragen.....	241
	1.3.1 Scheingeschäfte.....	241
	1.3.2 Hochfrequenzhandel	242
	1.3.3 Kursstabilisierung	243
	1.4 Beeinflussungsabsicht einer juristischen Person.....	244
	1.5 Objektive Feststellung des wirtschaftlichen Hintergrunds?	244
	2. Vorsatz	246
§ 7	Tatbestandsausschlussgründe (Art. 143 Abs. 2 FinfraG und Art. 122 ff. FinfraV)	247
	I. Rückkauf eigener Beteiligungspapiere	249
	1. Generelle Voraussetzungen.....	250
	1.1 Öffentliches Rückkaufangebot.....	250
	1.2 Eigene Beteiligungspapiere	251
	1.3 Black-out-Perioden	251
	1.4 Umfang	252
	1.5 Formelle Voraussetzungen.....	252
	2. Rückkauf zum Marktpreis.....	253
	2.1 Käufe nur bei fortlaufender Auktion.....	253
	2.2 Preisberechnung.....	254
	2.3 Ausschluss von gleichzeitigen Verkäufen.....	255
	3. Rückkauf zum Festpreis oder durch Put-Optionen.....	256
	II. Preisstabilisierung nach öffentlicher Effektenplatzierung	256
	1. Nach öffentlicher Platzierung.....	257
	2. Höchstpreis	257
	3. Publizität	257
	III. Übrige zulässige Effektesgeschäfte.....	258
§ 8	Rechtfertigung in Wahrung berechtigter Interessen	259
	I. Notwendigkeit einer Rechtfertigungsebene.....	259
	II. Voraussetzungen für Rechtfertigung	260

	III. Accepted Market Practices	261
	IV. Anwendungsfälle.....	263
§ 9	Sonderfragen	265
	I. Corner und Squeeze.....	265
	II. Front-Running, Parallel-Running und After-Running.....	268
	III. Churning.....	269
	IV. Täterschaft und Teilnahme	269
	V. Verjährung.....	270
	VI. Einhaltung des Bestimmtheitsgebots.....	270
	1. Informationstatbestand.....	273
	2. Transaktionstatbestand.....	273
5. Teil	Ausgewählte verfahrensrechtliche Fragen	277
§ 1	Aufsichtsverfahren	277
	I. Börse	277
	1. Überwachung des Handels.....	277
	2. Benachrichtigung der FINMA durch Handelsplätze	278
	II. Verfahren der FINMA.....	279
	1. Überwachung	279
	2. Vorabklärung und Untersuchungseröffnung	279
	3. Untersuchung	280
	4. Mitwirkung der Betroffenen.....	280
	4.1 Auskunfts- und Mitwirkungspflichten	280
	4.2 Verbot des Selbstbelastungszwangs.....	283
	4.2.1 Geltungsbereich	283
	4.2.2 Inhalt	284
	4.2.3 Rechtsfolge.....	285
	4.3 Weitere Mitwirkungsverweigerungsrechte	286
	5. Sanktionsverfügung.....	287
	6. Rechtsmittel	288
§ 2	Strafverfahren	289
	I. Sachliche und funktionelle Zuständigkeit.....	289
	II. Anwendbares Verfahrensrecht	289
	III. Meldepflicht des Finanzintermediärs	290
	IV. Vorverfahren	290
	1. Ermittlungsverfahren.....	291
	2. Untersuchungsverfahren.....	291
	V. Hauptverfahren und Rechtsmittel.....	291
	VI. Würdigung.....	292
§ 3	Koordination von Straf- und Aufsichtsverfahren.....	293
	I. Zusammenarbeit der FINMA mit den Strafbehörden.....	293

II. Ne bis in idem	295
III. Bindung der FINMA an Strafurteil	298
IV. Bindung der Strafgerichte an Verwaltungsentscheid.....	299
6. Teil Ausgewählte zivilrechtliche Fragen.....	301
§ 1 Gültigkeit täuschender Transaktionen	301
I. Nichtigkeit.....	301
II. Simulation	303
III. Willensmangel.....	304
§ 2 Ansprüche aus Marktmanipulation	306
I. Schadenersatzanspruch.....	306
1. Haftungstatbestände	307
1.1 Vertragliche Haftung	307
1.2 Vertrauenshaftung.....	308
1.2.1 Vertrauensgrundlage	308
1.2.2 Sonderverbindung	308
1.2.3 Ergebnis	311
1.3 Prospekthaftung	312
1.3.1 Allgemein.....	312
1.3.2 Besondere Haftungsvoraussetzungen.....	313
a) Widerrechtlichkeit.....	313
b) Aktivlegitimation	313
1.3.3 Ergebnis	315
1.4 Haftung aus widerrechtlicher Schadensverursachung.....	316
1.4.1 Art. 143 und 155 FinfraG als Schutznormen.....	317
1.4.2 Art. 146 und 151 StGB als Schutznormen	317
1.4.3 Art. 152 StGB als Schutznorm	318
1.4.4 Art. 251 Ziff. 1 StGB als Schutznorm.....	318
1.4.5 Gewährsartikel als Schutznormen	318
1.4.6 Art. 3 Abs. 1 lit. a und b UWG als Schutznormen	319
1.4.7 Art. 53 KR als Schutznorm	320
1.5 Haftung wegen Verstosses gegen die guten Sitten.....	320
2. Weitere Haftungsvoraussetzungen	322
2.1 Schaden.....	322
2.1.1 Schadensbegriff, Schadensposten und Schadensberechnung	322
2.1.2 Kalkulation des Anlegerschadens.....	326
2.1.3 Schadensbemessung.....	327
2.2 Kausalität	328
2.3 Verschulden	330
3. Haftpflichtiger.....	331
4. Ergebnis und Würdigung	331

II. Gewährleistung.....	333
III. Ansprüche aus Geschäftsführung ohne Auftrag	333
Zusammenfassung	335
§ 1 Erster Teil.....	335
§ 2 Zweiter Teil	336
§ 3 Dritter Teil.....	338
§ 4 Vierter Teil	340
§ 5 Fünfter Teil.....	342
§ 6 Sechster Teil.....	343
Stichwortverzeichnis.....	347