



Karin Eugster / Larissa Marolda Martínez*

Informationsasymmetrie im Vorfeld von Umstrukturierungen



Inhaltsübersicht

- I. Ausgangslage
- II. Ad hoc-Publizitätspflicht
 1. Gegenstand der Ad hoc-Publizitätspflicht
 - 1.1 Kursrelevante Tatsache
 - 1.2 Kenntnis der Tatsache auf Seiten der Emittentin und Eintritt im Tätigkeitsbereich der Emittentin
 - 1.3 Nicht öffentlich bekannte bzw. neue Tatsache
 - 1.4 Kausalzusammenhang zwischen der Auswirkung der Tatsache auf die Emittentin und der Auswirkung auf den Kurs
 - 1.5 Spezialfall
 2. Absolute Gleichbehandlung auf dem Kapitalmarkt
 3. Zeitpunkt der Bekanntgabe
 - 3.1 Grundsatz
 - 3.2 Zulässigkeit des Bekanntgabeaufschubs
 - a. Bestehen eines Plans oder Entschlusses der Emittentin
 - b. Vorliegen berechtigter Interessen der Emittentin
 - c. Vermeidung von Informationslecks durch die Emittentin
- III. Strafrechtliche Verantwortlichkeit
 1. Verbot von Insiderhandel gemäss Art. 161 Ziff. 1 StGB
 - 1.1 Echtes Sonderdelikt
 - 1.2 Tatobjekt
 - 1.3 Insidertatsachen
 - 1.4 Vertraulichkeit der Tatsache
 - 1.5 Vorausssehbarkeit einer erheblichen Beeinflussung des Kurses
 - 1.6 Tathandlung
 - 1.7 Taterfolg
 - 1.8 Subjektiver Tatbestand
 2. Strafbarkeit des Tippnehmers nach Art. 161 Ziff. 2 StGB
 3. Strafbarkeit der Kursmanipulation nach Art. 161^{bis} StGB
- IV. Aktienrechtliche Verantwortlichkeit
 1. Schaden
 2. Pflichtverletzung
 - 2.1 Verstoss gegen die Ad hoc-Publizitätspflicht
 - 2.2 Verstoss gegen eine strafrechtliche Norm
 3. Kausalzusammenhang
 4. Verschulden

I. Ausgangslage

Per 1. Januar 2006 legten die an der SWX Swiss Exchange (SWX) kotierte Swissfirst AG (Swissfirst) und die Bellevue Holding AG (BHAG) ihre Geschäftstätigkeit zu-

sammen. Ziel des Zusammenschlusses sei es, die Kernkompetenzen der beiden Finanzinstitute zu bündeln, um der sich abzeichnenden Branchenkonsolidierung erfolgreich zu begegnen. Die Umstrukturierung wurde am 12. September 2005 bekannt gegeben.¹ Sowohl aus den Medienmitteilungen, dem Geschäftsbericht 2005 der Swissfirst als auch aus der Presse geht hervor, dass die Verwaltungsräte der Swissfirst und der BHAG am 9. September 2005 einen Vertrag unterzeichneten, worin sich die BHAG verpflichtete, ihre hundertprozentigen Beteiligungen an der Bank am Bellevue AG und an der Bellevue Asset Management AG der Swissfirst zu verkaufen. Als Gegenleistung sollte die BHAG 50 Prozent der Aktien an der Swissfirst erhalten. In der Folge beabsichtigt die BHAG die erworbenen Swissfirst-Aktien an ihre Aktionäre abzutreten. Die Bank am Bellevue AG und die Bellevue Asset Management AG² sind nach der Transaktion hundertprozentige Tochtergesellschaften der Swissfirst. Die vorliegende Umstrukturierung wurde als Beteiligungskauf resp. -tausch ausgestaltet.³ Diese Transaktionsform wird auch als Share Deal oder Quasifusion bezeichnet.⁴ Aus wirtschaftlicher Sicht hätte

* Dr. iur. Karin Eugster, Auditorin am Bezirksgericht Zürich/ Dr. iur. Larissa Marolda Martínez.

¹ Medienmitteilung der Swissfirst vom 12. September 2005, 1.

² Per 1. Januar 2006 hat die Bellevue Asset Management AG mit der Swissfirst Asset Management AG, einer hundertprozentigen Tochtergesellschaft der Swissfirst, fusioniert. Die fusionierte Gesellschaft firmiert neu unter Swissfirst Asset Management AG.

³ In den Medien wird die Transaktion meist gemeinhin als «Fusion» bezeichnet. Dies ist missverständlich, da es sich rechtlich nicht um eine echte Fusion im Sinne des Fusionsgesetzes handelt.

⁴ Unter einem Share Deal bzw. einer Quasifusion versteht man einen Beteiligungskauf oder -tausch, bei dem die übernehmende Gesellschaft von den Gesellschaftern der akquirierten Gesellschaft deren Anteile übernimmt. Als Gegenleistung kann den übertragenden Gesellschaftern entweder Aktien aus dem Bestand an eigenen Aktien der übernehmenden Gesellschaft oder Barmittel zugewiesen werden. Die beteiligten Gesellschaften bestehen mit allen Rechten und Pflichten weiter. Vgl. zum Ganzen RUDOLF TSCHÄNI, M&A-Transaktionen nach Schweizer Recht, Zürich 2003, 268, und PETER FORSTMOSER/ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER NOBEL, Schweizerisches Aktienrecht, Bern 1996, § 57 N 19. Ein Share Deal liegt als strategisches Handeln in der unübertragbaren und unentziehbaren Kompetenz des Verwaltungsrats (Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 OR). Ein Beschluss der Generalversammlung ist nicht erforderlich, sofern damit keine Zweckänderung einhergeht. Share Deals können somit, ohne

das gleiche oder zumindest ein ähnliches Resultat auch mittels Fusion,⁵ Vermögensübertragung oder zweistufigem Abspaltungsverfahren⁶ erzielt werden können. Der grosse Vorteil eines Share Deal's liegt in seiner Einfachheit und Flexibilität. Im Vergleich zu den fusionsgesetzlichen Verfahrensvorschriften bei den erwähnten Transaktionsformen ist ein Aktienkauf kaum reguliert.

Finanziert wurde die sich auf knapp CHF 300 Mio. belaufende Transaktion aus Fremd- und Eigenkapital. Es erfolgte die Ausgabe einer 2.125 Prozent Anleihe im Umfang von CHF 150 Mio. durch die Swissfirst Bank (Lichtenstein) AG⁷. Die der BHAG vertraglich zustehende Beteiligung von 50 Prozent an der Swissfirst wurde sichergestellt durch die Ausgabe des bedingten Kapitals von 500 000 voll liberierten Inhaberaktien zu CHF 0.10 nominal zum Ausgabepreis von CHF 54.50,⁸ durch den Bestand an eigenen Aktien und durch Aktienrückkäufe von Grossaktionären.⁹ Zu diesem Zwecke wurden im Vorfeld der Transaktion verschiedene

Information und Mitwirkung der Gesellschafter erfolgen, sofern im erforderlichen Umfang eigene Aktien bzw. bedingtes Kapital vorhanden sind. Lediglich im Anhang der Jahresrechnung sind für die Vermögens- und Ertragslage wesentliche Beteiligungen auszuweisen (Art. 663b Ziff. 7 OR).

- ⁵ Bei einem Aktientausch ist das wirtschaftliche Resultat der Fusion sehr ähnlich. Rechtlich dagegen unterscheiden sich die beiden Umstrukturierungsformen dadurch, dass beim Aktientausch keine Verschmelzung der Gesellschaften erfolgt, d.h. die übertragende Gesellschaft nicht untergeht. Dies bringt den Vorteil mit sich, dass gewisse Werte der übertragenden Gesellschaft, wie z.B. Konzessionen und Goodwill, erhalten bleiben. Vgl. dazu FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 4), § 57 N 19, und TSCHÄNI (FN 4), 268. Im Gegensatz zur Fusion erfordert ein Share Deal, mangels mitgliedschaftlicher Komponente, keine Zustimmung der Gesellschafter. Auf die vom Fusionsgesetz vorgeschriebenen prozeduralen Vorkehrungen zum Schutze der Gesellschafter, wie Umstrukturierungsbericht, Revisionsbericht und Einsichtsverfahren, kann verzichtet werden. Die Informations- und Mitwirkungsrechte der Gesellschafter sind bei einem Share Deal stark beschnitten. Folglich räumt der Share Deal dem Verwaltungsrat erhebliche Freiheiten ein und bringt daher auch ein gewisses Missbrauchspotential mit sich.
- ⁶ Zwar liegt eine Vermögensübertragung und ein zweistufiges Abspaltungsverfahren, wie der Share Deal, in der alleinigen Kompetenz des Verwaltungsrats und erfordert grundsätzlich keine vorgängige Information oder Mitwirkung der Gesellschafter, jedoch muss bei ersteren eine nachträgliche Information der Gesellschafter nach Art. 74 FusG erfolgen und die fusionsgesetzlichen Bestimmungen zum Gläubiger- und Arbeitnehmerschutz nach Art. 75 ff. FusG eingehalten werden.
- ⁷ Die Swissfirst hält 52,5 Prozent an der Swissfirst Bank (Lichtenstein) AG.
- ⁸ Am 9. August 1999 ermächtigte die Generalversammlung den Verwaltungsrat, das Aktienkapital um maximal CHF 50 000 (bedingtes Kapital) zu erhöhen, wobei die bisherigen Aktionäre auf ihr Bezugsrecht verzichtet haben. Anzumerken ist, dass die Aktien zur Ausgabe an die Mitarbeiter bestimmt waren und nicht zur Finanzierung eines Zusammenschlusses. Siehe Geschäftsbericht der Swissfirst 2005, Anhang 5.
- ⁹ Da die der BHAG zustehenden 50 Prozent der Swissfirst-Aktien mittels Aktienrückkäufen bereitgestellt wurden, erfolgte – sieht man von der fünfprozentigen Kapitalerhöhung mal ab – keine Verwässerung für die Eigenkapitalgeber. Dagegen verdoppelte sich das verwaltete Kundenvermögen und die Bilanzsumme, was letztlich zu einer Verdoppelung der Gewinnkraft pro Aktie führt. Siehe Geschäftsbericht der Swissfirst 2005.

(private und institutionelle) Grossaktionäre kontaktiert und zum Verkauf ihrer Aktien bewogen.¹⁰ Dabei wurde der konkret geplante Zusammenschluss der Finanzinstitute nicht erwähnt. Dagegen war im Zusammenhang mit der Kaufofferte der Swissfirst die Rede von der «Möglichkeit einer strategischen Partnerschaft». Nach Angaben des CEO's der Swissfirst wurde «allen betroffenen Parteien» mit einem «einheitlichen Wording» mitgeteilt, die Aktien würden für den Einstieg eines strategischen Partners benötigt.¹¹ Der Aktienkurs der Swissfirst machte nach der Bekanntmachung der Transaktion am 12. September 2005 einen gewaltigen Sprung. Der Wochengewinn betrug fast 50 Prozent. Interessant ist in diesem Zusammenhang, dass im Vorfeld der Bekanntgabe die Umsätze an der Börse mit Swissfirst-Aktien enorm zugenommen hatten, und dass dieses Volumen offenbar nicht auf den Eigenhandel der Swissfirst zurückzuführen sei.¹² Die Verlierer waren diejenigen Investoren, die kurz zuvor alle oder einen Teil ihrer Swissfirst-Aktien verkauft haben.¹³

In diesem Zusammenhang stellt sich die Frage, ob die Initianten der Transaktion mit den Informationsasymmetrien, die sich im Vorfeld einer Umstrukturierung stellen, rechtlich korrekt umgegangen sind. Die Informationspflichten einer kotierten Aktiengesellschaft werden im Folgenden aus einem aktien-, börsen- und strafrechtlichen Blickwinkel durchleuchtet. Zunächst wird untersucht, ob die Ad hoc-Publizitätspflicht verletzt wurde (II.). Sodann wird die strafrechtliche Verantwortlichkeit analysiert (III.). Diesen Ausführungen liegt die Abklärung der Frage zugrunde, ob die Vorabinformation der Grossaktionäre im vorliegend getätigten Umfang überhaupt zulässig war – und zwar sowohl aus Sicht der kotierungsrechtlichen Bekanntgabepflicht als auch mit Blick auf vereinzelt Straftatbestände. Abschliessend wird die zivilrechtliche Verantwortlichkeit behandelt (IV.).

II. Ad hoc-Publizitätspflicht

Wie im Sachverhalt festgehalten, waren die Aktien der Swissfirst vor dem Zusammenschluss mit der BHAG an

¹⁰ Die Andienung der Aktien erfolgte wenige Tage vor der öffentlichen Bekanntmachung des Zusammenschlusses am 8. und 9. September 2005: vgl. Aufstellung in der NZZ am Sonntag vom 6. August 2006, 24, über die Anzahl verkaufter Aktien der einzelnen Pensionskassen und privaten Anleger. Danach soll ihnen ein Gewinn von CHF 33 Mio. entgangen sein.

¹¹ Interview mit Thomas Matter, CEO Swissfirst, in der Schweizerischen Handelszeitung vom 9. August 2006, 5.

¹² CHARLOTTE JACQUEMART, Wer hat vor der Fusion zugekauft?, NZZ am Sonntag vom 13. August 2006, 27.

¹³ Darunter fallen neben dem Grossaktionär Rumen Hranov auch verschiedene Pensionskassen wie beispielsweise jene der Siemens, Roche, Helsana, Coop, Rieter sowie die Publica.

der SWX kotiert. Die Swissfirst hatte demnach kapitalmarktrechtliche Informationspflichten zu erfüllen.¹⁴

Eine kapitalmarktrechtliche Informationspflicht stellt die Ad hoc-Publizität nach Kotierungsreglement (KR) der SWX dar.¹⁵ Die Entstehungsgeschichte der kotierungsrechtlichen Ad hoc-Publizität zeigt, dass der «Gesetzgeber»¹⁶ vor allem darum bemüht war, durch die Einführung dieser kapitalmarktrechtlichen und ausserordentlichen Informationspflicht, Informationsasymmetrien auf dem Kapitalmarkt zu verhindern.¹⁷ Ebenso hervorzuheben ist, dass die Ad hoc-Publizitätspflicht die absolute Gleichbehandlung der Marktteilnehmer gewährleisten soll; dazu soll insbesondere die zeitgleiche Bekanntgabe, unter Einhaltung gewisser Formalitäten, von kursrelevanten Tatsachen verhelfen.¹⁸ Schliesslich ist festzuhalten, dass die Ad hoc-Publizitätspflicht auch der Insiderprävention¹⁹ dient; diese Zweckbestimmung lässt die Interdependenz zwischen der Ad hoc-Publizitätspflicht und dem strafrechtlichen Insiderstatbestand insofern erkennen, als dass beide «Rechtsinstitute» das Ausnützen eines Informationsvorsprungs zulasten eines anderen verhindern bzw. pönalisieren möchten. Die Bedeutung der Ad hoc-Publizitätspflicht zeigt sich ferner auch darin, dass sich die Bekanntgabe von kursrelevanten und somit der Ad hoc-Publizitätspflicht unterliegenden Tatsachen effektiv auf den Börsenkurs der die Mitteilung betreffende Gesellschaft niederschlagen.²⁰

Nachfolgend gilt es aufgrund des Fallbeispiels «Zusammenschluss der Swissfirst und der BHAG» auf den Gegenstand der Ad hoc-Publizitätspflicht, insbesondere auf das Vorliegen einer kursrelevanten Tatsache nach Art. 72 KR, einzugehen (1.). Anschliessend wird das Erfordernis der Gleichbehandlung aller Marktteilnehmer unter die Lupe genommen (2.) und letztlich zum Zeitpunkt sowie zur Zulässigkeit des Bekanntgabeaufschubs einer Ad hoc-publizitätspflichtigen Tatsache Stellung genommen (3.).

1. Gegenstand der Ad hoc-Publizitätspflicht

Gemäss Art. 72 Abs. 1 KR hat der Emittent den Markt über kursrelevante Tatsachen, welche in seinem Tätigkeitsbereich eingetreten und nicht öffentlich bekannt sind, zu informieren.

1.1 Kursrelevante Tatsache

Kursrelevant ist eine Tatsache dann, wenn sie geeignet ist, zu einer erheblichen Änderung der Kurse zu führen. Diese Umschreibung der Kursrelevanz weist bereits deutlich darauf hin, dass nur qualifizierte Ereignisse als bekanntgabepflichtig zu gelten haben.²¹ Was die Erheblichkeit der Kursänderung betrifft, so hält die Ad hoc-Richtlinie der SWX fest, dass diese dann vorliegt, wenn eine das übliche Mass der Schwankungen deutlich übersteigende Kursänderung zu erwarten sei.²² Bei der Beurteilung des Kursänderungspotentials der neuen Tatsache wird unter anderem auf die Beeinflussung des Anlageentscheids eines durchschnittlichen Marktteilnehmers abgestellt.²³ Zu berücksichtigen ist dabei sowohl die Erwartungshaltung bzw. der Informationsstand der Marktteilnehmer im Vorfeld der Bekanntgabe als auch die Informationspolitik des Emittenten.²⁴ Hingegen nicht ausschlaggebend ist, ob der Kurs sich nach der Bekanntgabe der neuen Tatsache effektiv verändert.²⁵

¹⁴ Die Ad hoc-Publizitätspflicht gilt für in- und ausländische Emittenten, d.h. Gesellschaften, welche ihre Valoren, d.h. Beteiligungsrechte, Forderungsrechte oder Derivate, in der Schweiz an der SWX, an der virt-x oder an der BX kotieren lassen. Nicht entscheidend ist die Gesellschaftsform der Emittenten.

¹⁵ Die Ad hoc-Publizitätspflicht ist in Art. 72 KR, welcher zuletzt am 30. September 2004 revidiert wurde, umschrieben. Zudem ist seit dem 1. Juli 2005 die von der SWX erlassene Richtlinie betreffend Ad hoc-Publizität (sog. Ad hoc-Richtlinie, RLhP) in Kraft. Sowohl das KR als auch die Richtlinie sind online auf der Website der SWX (www.swx.com) verfügbar.

¹⁶ Das KR wird von der SWX erlassen. Deren Rechtsgrundlage ist in Art. 8 BEHG zu sehen, wonach die Börse ein Reglement über die Zulassung von Effekten zum Handel erlässt, worin Vorschriften über die Handelbarkeit der Effekten enthalten sind und festhält, welche Informationen für die Beurteilung der Eigenschaften der Effekten und der Qualität des Emittenten durch die Anleger nötig sind. Beim KR der SWX handelt es sich daher um eine Form der Selbstregulierung der Ausführungsbehörde, was mit dem in Art. 4 BEHG explizit genannten Grundsatz der Selbstregulierung übereinstimmt.

¹⁷ Die Verhinderung von Informationsasymmetrien im Kapitalmarkt ist ein Aspekt des Funktionsschutzes, einer Zweckbestimmung der Ad hoc-Publizität. Durch die Publizitätspflicht wird der marktmanente Informationsvorsprung des Kapitalnehmers gegenüber dem Anleger minimiert, womit die Kapitalallokation effizienter funktioniert. Siehe dazu DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich/Basel/Genf 2004, N 29, 15; PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. A., Bern 2004, § 10 N 38.

¹⁸ In der Literatur wird für das Erfordernis der Gleichbehandlung das Wort «level playing field» verwendet. Siehe dazu PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 3. A., Zürich 2004, § 13 N 700.

¹⁹ Siehe zum Zweck der Insiderprävention statt vieler PETER CH. HSU, Ad-hoc-Publizität, Diss. Zürich 2000, 42 f.

²⁰ Dies wurde auch erstmals durch die von Prof. MANUEL AMMANN und STEPHAN KESSLER, Information Processing on Stock Market,

Financial and Portfolio 18[3], 2004, 256 ff., vom Schweizerischen Institut für Banken und Finanzen der Universität St. Gallen vom 1. Januar 2003 bis zum 24. Juli 2003 durchgeführte Event-Studie auf dem Schweizer Kapitalmarkt belegt.

²¹ Siehe dazu Rz. 3 der Ad hoc-Richtlinie, wonach zur Beurteilung, ob ein Ereignis von erheblicher Kursrelevanz ist, auf die Beeinflussung des Anlageentscheids eines durchschnittlichen Marktteilnehmers abgestellt werden soll.

²² Ad hoc-Richtlinie, Rz. 4.

²³ Siehe dazu Ad hoc-Richtlinie, Rz. 3.

²⁴ Hsu (FN 19), 186 ff. sowie PETER BÖCKLI, Ad hoc-Publizität und Insiderstrafnorm: Nach- und Feinschliff für das Informationsrecht des Kapitalmarktes, in: Christoph B. Bühler (Hrsg.), St. Galler Studien zum Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht, Bd. 68, Informationspflichten des Unternehmens im Gesellschafts- und Börsenrecht, Bern/Stuttgart/Wien 2003, 99.

²⁵ Siehe dazu Medienmitteilung der SWX vom 6. November 2003 in Sachen Verweis der SWX gegen die Swiss International Air Lines AG, verfügbar unter www.swx.com/news.

Eine kursrelevante Tatsache liegt demnach vor, wenn es sich um eine Tatsache handelt, die neu und nicht öffentlich bekannt ist, von welcher der Emittent Kenntnis hat und deren Eintritt im Tätigkeitsbereich des Emittenten liegt. Zwischen der Auswirkung der kursrelevanten Tatsache auf den Emittenten und den Auswirkungen auf den Kurs muss ein Kausalzusammenhang bestehen. Sind diese Voraussetzungen kumulativ erfüllt, besteht die Pflicht zur Bekanntgabe der kursrelevanten Tatsache.

Für den eingangs erwähnten Fall bedeutet dies folgendes: Der Beteiligungskauf bzw. -tausch zwischen der Swissfirst und der BHAG stellt zweifelsohne eine Tatsache dar, da es sich um ein Ereignis der Gegenwart handelte, das äusserlich in Erscheinung treten und dadurch wahrnehmbar werden würde, und somit dem Beweis zugänglich war. Allerdings stellt der Beteiligungskauf bzw. -tausch als eine Transaktionsform insofern einen Spezialfall dar, als dass es sich um einen mehrstufigen Entwicklungsprozess handelt. Trotzdem ist – in Übereinstimmung mit den Empfehlungen der Zulassungsstelle der SWX²⁶ – festzuhalten, dass die Swissfirst im Zeitpunkt der Verhandlungsaufnahme zwar vorübergehend auf den Bekanntgabeaufschub zurückgreifen kann, jedoch die Aufnahme von Gesprächen im Hinblick auf einen Beteiligungskauf bzw. -tausch mit anderen Unternehmen in der Regel bekannt zu geben hat.

1.2 Kenntnis der Tatsache auf Seiten der Emittentin und Eintritt im Tätigkeitsbereich der Emittentin

Damit das Erfordernis der Kenntnis der Tatsachen auf Seiten der Emittentin vorliegt, wird vorausgesetzt, dass die Emittentin «Wissen über wesentliche Elemente in einem für eine verantwortliche Öffentlichkeitsmeldung hinreichenden Gewissheitsgrad» verfügt.²⁷ Im vorliegenden Fall hatte die Swissfirst Kenntnis der Tatsache, dürfte sie sich bzw. deren Organe doch über die wesentlichen Punkte des Beteiligungskaufs bzw. -tauschs im Klaren gewesen sein.

Ferner lag im vorliegenden Fall die kursrelevante Tatsache im Tätigkeitsbereich der Swissfirst, da die Kenntnis über die Transaktion in ihrem Machtbereich²⁸ lag.

1.3 Nicht öffentlich bekannte bzw. neue Tatsache

Bei der bekannt zu gebenden Tatsache muss es sich um eine bis anhin nicht öffentlich bekannt gewesene Tatsache handeln. Die Tatsache hat demnach eine Überraschungsqualität aufzuweisen. Der enorme Kursanstieg nach Bekanntgabe des Zusammenschlusses ist im vorliegenden zu beurteilenden Fall als Indiz der Überraschungsqualität der Tatsache zu werten. Allerdings bleibt noch auf die Frage einzugehen, wie weit der Kreis der Öffentlichkeit, der Kenntnis von der Tatsache besitzt, zu ziehen ist. Nach h.L. reicht es nicht aus, wenn bloss ein spezifisches Empfängersegment von der kursrelevanten Tatsache in Kenntnis gesetzt wird.²⁹ Obwohl im vorliegenden Fall vereinzelte Grossinvestoren über einen «möglichen Einstieg eines strategischen Partners» orientiert wurden, handelte es sich nicht um eine öffentlich bekannt gewesene Tatsache.

1.4 Kausalzusammenhang zwischen der Auswirkung der Tatsache auf die Emittentin und der Auswirkung auf den Kurs

Im vorliegenden Fall ist davon auszugehen, dass die kursrelevante Tatsache sich vorab auf die Emittentin ausgewirkt hat und anschliessend auf den Kurs. Die Auswirkung der Tatsache auf die Emittentin muss aussergewöhnlich und tiefgreifend sein, womit klar nur ein Ereignis in Betracht kommt, das sich über den gewöhnlichen Geschäftsgang der Emittentin auswirkt.³⁰ Der Zusammenschluss zwischen der Swissfirst und der BHAG hatte zweifelsohne eine erhebliche Auswirkung auf die Swissfirst, führte der Zusammenschluss doch zur strategischen Bündelung der Kernkompetenzen der beiden Bankinstitute. Zudem hat der Zusammenschluss sehr wohl an der Börse für Aufregung gesorgt, was durch den enormen Kursanstieg der Swissfirst-Aktien bestätigt wird. Zudem ist der Kausalzusammenhang zwischen der Auswirkung des Zusammenschlusses auf die Swissfirst und der Auswirkung auf den Kurs der Swissfirst-Aktien deutlich zu erkennen.

1.5 Spezialfall

Als Beispiele kursrelevanter Tatsachen nennt der Kommentar der SWX zur Richtlinie betreffend Ad hoc-Publizität sechs Fallgruppen, die nicht abschliessend sind und nur als Auslegungshilfe dienen sollen.³¹ Darunter figurieren insbesondere Strukturänderungen wie Fusionen, wesentliche Akquisitionen, Übernahmen, Abspaltungen sowie Vermögensübernahmen. Im vorliegenden zu beurteilenden Fall handelte es sich um einen Share Deal,³² der thematisch unter die Strukturände-

²⁶ Kommentar der SWX zur Ad hoc-Publizitäts-Richtlinie vom 1. Mai 2005, Rz. 3 N 7 und N 25, verfügbar unter www.swx.com.

²⁷ Erläuterungen der Zulassungsstelle der SWX zur Bekanntgabe bei kursrelevanten Tatsachen gemäss Art. 72 KR vom November 1996, 5, FN 10.

²⁸ Siehe dazu FELIX M. HUBER/PETER HODEL/CHRISTOPHER STAUB GIEROW, Praxiskommentar zum Kotierungsreglement der SWX Swiss Exchange, Zürich 2004, Art. 72 N 29.

²⁹ Vgl. dazu HUBER/HODEL/STAUB GIEROW (FN 28), Art. 72 N 27.

³⁰ Siehe dazu Ad hoc-Richtlinie, Rz. 4.

³¹ SWX Kommentar zur Ad hoc-Richtlinie (FN 26), Rz. 3 N 13 ff.

³² Ziff. I.

rungen zu subsumieren ist. Ferner löst auch der Eingang einer strategischen Allianz mit anderen Unternehmungen, welche das Unternehmen langfristig oder tiefgreifend verändert, die Publizitätspflicht aus.³³

Obschon die Entscheidung über die Durchführung eines Share Deals für den Emittenten aufgrund des bedingten Charakters von Transaktionsverhandlungen ein schwieriges Unterfangen darstellt, ist festzuhalten, dass sobald anfängliche Pläne eines Zusammenschlusses zweier Unternehmungen durch Beteiligungskauf bzw. -tausch zu einem definitiven Zusammenschlussprojekt heraus kristallisieren, insbesondere Beteiligungskaufgespräche mit einem Unternehmen effektiv aufgenommen sind sowie über die wesentlichen Punkte eine Einigung der Parteien besteht, eine kursrelevante und somit bekanntgabepflichtige Tatsache vorliegt.³⁴

Eine spezielle Situation liegt bei Transaktionsverhandlungen insofern vor, als dass die Bekanntgabe von Share Deals in einer bestimmten Phase wenig sinnvoll resp. gar kontraproduktiv sein kann. Deshalb wird sowohl in der Praxis der SWX als auch in der Lehre die Meinung vertreten, dass ein Beteiligungskauf bzw. -tausch im Anfangsstadium noch nicht Gegenstand der Ad hoc-Publizität ist.³⁵

Vorliegend ist fraglich, ob im Zeitpunkt, als die Swissfirst mit vereinzelt Grossaktionären Kontakt aufnahm, und ihnen mitteilte, ein Investor sei am Erwerb eines beträchtlichen Aktienanteils interessiert, die Verhandlung um den Beteiligungskauf bzw. -tausch nicht hätte bekannt gegeben werden müssen. Befanden sich die Verhandlungen zwischen der Swissfirst und der BHAG zu jenem Zeitpunkt bereits mehr als nur im Anfangsstadium? Obschon für das effektive Zustandekommen der Transaktion die Andienung eines Grossteils der Aktien der Swissfirst notwendig war, ist aufgrund der chronologischen Geschehnisse, die den Medienberichten zu entnehmen sind³⁶, davon auszugehen, dass der Beteiligungskauf bzw. -tausch bereits fortgeschritten war bzw. sich bereits in der Durchführungsphase befand.

Aus den erwähnten Gründen ist davon auszugehen, dass es sich im Vorfeld des Zusammenschlusses der Swissfirst

und der BHAG um eine kursrelevante Tatsache gehandelt hat, und somit grundsätzlich der Ad hoc-Publizität unterlag. Unter Ziff. 3.2 wird allerdings zu prüfen sein, ob sich im vorliegenden Fall ein Bekanntgabeaufschub rechtfertigte.

2. Absolute Gleichbehandlung auf dem Kapitalmarkt

Was die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer betrifft, so gilt es vorab festzuhalten, dass die revidierte Fassung des KR im Vergleich zur ehemaligen Bestimmung³⁷ in Art. 72 Abs. 4 KR vorschreibt, dass eine Bekanntgabe kursrelevanter Tatsachen so vorzunehmen ist, dass die Gleichbehandlung *aller* Marktteilnehmer gewährleistet ist. Es ist demnach von einer absoluten Gleichbehandlung der Marktteilnehmer auszugehen. Dies entspricht unter anderem auch der Zweckbestimmung der Ad hoc-Publizität. Die absolute Gleichbehandlung der Marktteilnehmer bezieht sich vor allem auf die Chancengleichheit der Marktteilnehmer; es ist nicht Zweck des Gleichbehandlungsgrundsatzes, dass alle Marktteilnehmer effektiv von einer kursrelevanten Tatsache Kenntnis erlangen, sondern vielmehr geht es darum, allen Marktteilnehmern die Möglichkeit einzuräumen, gleichzeitig von einer kursrelevanten Tatsache Kenntnis zu nehmen.³⁸

Um dem Grundsatz der absoluten Gleichbehandlung der Marktteilnehmer nachzukommen, spielt vor allem das zeitliche Element eine grosse Rolle. Aus diesem Grunde setzt die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache gewisse Erfordernisse formeller Natur voraus.³⁹

Eine häufig thematisierte und vor allem im vorliegenden Kontext interessierende Frage stellt sich bezüglich der Zulässigkeit der Vorabinformation an Grossaktionäre.

Unter Anbetracht der voranstehenden Ausführungen zum absoluten Gleichbehandlungsgrundsatz im Kapitalmarktrecht gilt es festzuhalten, dass eine selektive Weitergabe von kursrelevanten Tatsachen an einen beschränkten Kreis von Personen grundsätzlich nicht zulässig ist.⁴⁰ Das bedeutet, dass eine Emittentin keine

³³ SWX Kommentar zur Ad hoc-Richtlinie (FN 26), Rz. 3 N 16.

³⁴ Gl. Ansicht TSCHÄNI (FN 4), 39.

³⁵ Der Bekanntgabeaufschub ist jedoch nur dann zulässig, wenn sich der Emittent in der ersten Phase befindet, d.h. wenn es noch darum geht, Varianten eines möglichen Zusammenschlusses zu skizzieren sowie wenn bloss ein begrenzter Kreis, unter der Voraussetzung der Unterzeichnung einer Vertraulichkeitserklärung, eingeweiht ist. Siehe dazu BÖCKLI (FN 24), 96, sowie zur Erforderlichkeit einer Vertraulichkeitserklärung TSCHÄNI (FN 4), 39.

³⁶ Als Indiz dafür sind insbesondere die getätigten Aktienverkäufe der Pensionskassen am 8. und 9. September 2005 und die kurz darauf folgende Bekanntgabe des Zusammenschlusses am 12. September 2005 zu erwähnen. Gemäss Geschäftsbericht der Swissfirst 2005, 3, wurde der Vertrag über den Zusammenschluss am 9. September 2005 unterzeichnet.

³⁷ Nach dem Wortlaut der «alten Fassung» war die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer «möglichst» zu gewährleisten. Daraus wurde in der Lehre verschiedentlich die Auffassung vertreten, dass es sich um einen relativen Gleichbehandlungsgrundsatz handelte. Siehe dazu statt vieler HSU (FN 19), 255. Für die absolute Gleichbehandlung sprachen sich bereits unter dem Regime der alten Fassung beispielsweise BÖCKLI (FN 24), 92; ZOBL/KRAMER (FN 17), N 270, 99, aus.

³⁸ Siehe BÖCKLI (FN 24), 92; insb. zur funktionalen Betrachtung des «level playing field» PETER BÖCKLI/CHRISTOPH B. BÜHLER, Vorabinformationen an Grossaktionäre: Möglichkeiten und Grenzen nach Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht, SZW 3/2005, 110.

³⁹ Siehe dazu Ziff. II. 3.1.

⁴⁰ Hingegen zulässig sind selektive Informationen an einzelne Personengruppen, wenn sie die Informationsdichte und die intel-

kursrelevanten Tatsachen an Personen wie Wirtschaftsjournalisten, Analysten, Aktionäre mit bedeutenden Beteiligungen oder Mitarbeiter selektiv weitergeben darf.⁴¹ Es stellt sich nun im konkreten Fall die Frage, ob die Mitteilung an verschiedene Grossaktionäre im Vorfeld des Zusammenschlusses der Finanzinstitute, wonach die «Möglichkeit des Einstiegs eines strategischen Partners» bestehe, eine solche unzulässige Vorabinformation darstellt. Gemäss Angaben der Swissfirst seien «alle betroffenen Parteien» mit einem «einheitlichen Wording über den möglichen Einstieg eines strategischen Partners» orientiert worden.⁴² Der Einstieg eines strategischen Partners im angekündigten Umfang stellt zweifelsohne eine kursrelevante Tatsache dar, die der Ad hoc-Publizität unterliegt. Wer alles als Adressaten unter «alle betroffenen Parteien» gemeint war, entzieht sich unseren Kenntnissen. Ob alle dazumal bestehenden Aktionäre über den Einstieg eines strategischen Partners informiert wurden oder nur vereinzelte Grossaktionäre – wie teilweise in Medienberichten formuliert – ist unklar, und kann demnach hier auch nicht abschliessend beurteilt werden. Ungeachtet dessen kann diese Frage hier auch offengelassen werden, denn es gilt zu konstatieren, dass eine Ad hoc-Mitteilung an die SWX, wie sie gemäss den formellen Anforderungen vorgesehen wäre, im Vorfeld der Transaktion nicht erfolgte. Dies spricht demnach eher für die Annahme einer selektiven Weitergabe kursrelevanter Tatsachen an einen beschränkten Kreis von Personen. Im Übrigen

ist eine Ungleichbehandlung nur dann zulässig, wenn sachliche Gründe sie rechtfertigen. Man könnte sich auf den Standpunkt stellen, dass ohne die vorgängige Information von Grossaktionären bzw. ohne die Andienung von 50 Prozent der Aktien der Swissfirst an die BHAG, der Share Deal gar nicht zustande gekommen wäre, womit ein sachlicher Grund für die Ungleichbehandlung vorliegen würde. Dies genügt jedoch nicht zur Rechtfertigung der ungleichen Behandlung der Marktteilnehmer, da wirtschaftlich die Umstrukturierung auch durch eine andere Transaktionsform⁴³ hätte realisiert werden können. Kommt man nicht zum Schluss, dass der Bekanntgabeaufschub im vorliegenden Fall möglich war, ist die Vorabinformation im Vorfeld der Transaktion als nicht zulässig zu taxieren, was eine Verletzung der Ad hoc-Publizität darstellt.

3. Zeitpunkt der Bekanntgabe

3.1 Grundsatz

Was den Zeitpunkt der Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache betrifft, so wird grundsätzlich vom Emittenten erwartet, dass er zeitnah und ohne ungerechtfertigte Verzögerung eine Ad hoc-Mitteilung macht, sobald das Ereignis und dessen Auswirkungen in den wesentlichen Punkten vom Emittenten erkannt sowie überdacht sind und nicht im Sinne eines Bekanntgabeaufschubs (sogleich dazu Ziff. 2.) entschieden wurde. Das KR schreibt dem Emittenten keinen konkreten Zeitpunkt vor, weshalb die grösste Schwierigkeit für den Emittenten darin besteht, den exakten und geeigneten Zeitpunkt zur Bekanntgabe der kursrelevanten Tatsache selber festzulegen.

Es gilt allerdings Vorschriften bezüglich dem Zeitpunkt der Bekanntgabe zu beachten; eine Bekanntgabe ist nämlich ausserhalb der handelskritischen Zeit zu planen.⁴⁴ Die handelskritische Zeit beginnt 90 Minuten vor dem Handel und reicht bis zum Ende der Handelszeit, d.h. dass zwischen 7:30 und 17:30 Uhr keine kursrelevanten Tatsachen vom Emittenten bekannt gegeben werden dürfen. Nur ausserhalb dieser Zeiten darf der Emittent die SWX und spätestens zeitgleich die Öffentlichkeit informieren. Für den Fall, dass trotzdem eine Tatsache in der handelskritischen Zeit veröffentlicht werden muss, hat die SWX mindestens 90 Minuten vor der geplanten Veröffentlichung informiert zu werden. Ferner steht dem Emittenten die Möglichkeit offen, eine Handelseinstellung unter Angabe von Gründen zu beantragen.

Die von der SWX vorausgesetzten Verbreitungskanäle sind folgende: Gemäss Richtlinie der SWX zur Ad hoc-

lektuelle Durchdringung der Datenbasis sowie das Verständnis der Zusammenhänge betreffen. Als Beispiel sei hier die in der Praxis häufig anzutreffende Situation, in welcher der Emittent am Morgen den Jahresabschluss mit Eckdaten publiziert und am Nachmittag an der Analystenkonferenz weitere Kernziffern des Jahresabschlusses darlegt und erläutert, zu erwähnen. Dieses Vorgehen ist zulässig, sofern anlässlich der Analystenkonferenz keine neuen Tatsachen i.S.v. Art. 72 KR bekannt gegeben werden.

⁴¹ Gegen einen privilegierten Informationsstatus für Grossaktionäre haben sich folgende Autoren ausgesprochen: CLAIRE HUGUENIN JACOBS, Das Gleichbehandlungsprinzip im Aktienrecht, Habil. Zürich 1994, 242 f.; PETER V. KUNZ, Der Minderheitenschutz im schweizerischen Aktienrecht, Habil. Bern 2001, § 8 N 73 und N 78; ANDREA HUBER/MICHAEL GRUBER, Jusletter vom 27.6.2005, Rz. 44; LARISSA MAROLDA MARTÍNEZ, Information der Aktionäre nach schweizerischem Aktien- und Kapitalmarktrecht, Diss. Zürich 2006, 97 ff. u. 335; BÖCKLI (FN 18), § 13 N 703; BÖCKLI/BÜHLER (FN 38), 110, im Ergebnis. Nachfolgende Autoren erachten einen privilegierten Informationsanspruch von Grossaktionären als zulässig: KARL HOFSTETTER, Die Gleichbehandlung der Aktionäre in börsenkotierten Gesellschaften, SZW 68 (1996), 229 f.; ROLF WATTER, Minderheitenschutz im neuen Aktienrecht, AJP 2 (1993), 121; DERS., in: Heinrich Honsell/Nedim Peter Vogt/Wolfgang Wiegand (Hrsg.), Basler Kommentar, Obligationenrecht II, Art. 530–1186 OR, 2. A., Basel/Genf/München 2002, Art. 717 N 23; FELIX HORBER, Die Informationsrechte des Aktionärs, Zürich 1995, N 873.

⁴² Interview mit Thomas Matter, CEO der Swissfirst, in der Schweizerische Handelszeitung vom 9. August 2006, 5. Es bestehen allerdings gewisse Zweifel, ob es sich tatsächlich um ein «einheitliches Wording» gehandelt hat, da einige Pensionskassen 50 Prozent ihres Swissfirst-Aktienbestandes verkauften, während andere angegangene Aktionäre ihren ganzen Bestand veräusserten.

⁴³ Siehe Ziff. I.

⁴⁴ Siehe Empfehlungen der SWX im SWX Kommentar zur Ad hoc-Richtlinie (FN 26), Rz. 12, N 1.

Publizität sollte eine kursrelevante Tatsache mindestens über zwei bei professionellen Marktteilnehmern weit verbreitete, elektronische Informationssysteme⁴⁵ bekannt gegeben werden. Zudem sollte die Mitteilung in zwei Schweizer Zeitschriften von nationaler Bedeutung veröffentlicht werden.⁴⁶ Ferner besteht auch die Möglichkeit der Informationsverbreitung durch das Internet, womit ein rascher und einfacher Zugang zur potentiell kursrelevanten Tatsache sichergestellt werden kann. Die Richtlinie der SWX zur Ad hoc-Publizität sieht diesbezüglich zwei Systeme vor: Einerseits soll über einen E-Mail-Verteiler des Emittenten eine kostenlose und zeitnahe Information jeder interessierten Person erfolgen (sog. Push-System) und andererseits soll die kursrelevante Tatsache auf der Website der Emittentin aufgeschaltet werden und für die Dauer von mindestens zwei Jahren dort abrufbar sein (sog. Pull-System). Der entsprechende Pfad zum Verzeichnis mit den Ad hoc-Meldungen ist vom Emittenten der SWX mitzuteilen, damit Letztere diesen auf ihrer Website bekannt geben kann.⁴⁷ Was sicherlich nicht diesen Anforderungen genügt, ist die persönliche Mitteilung nur an die Aktionäre, denn die Ad hoc-Publizität richtet sich an alle, eben auch an potentielle Marktteilnehmer.

Im Übrigen hat die Veröffentlichung in klarer und verständlicher Sprache zu erfolgen, und hat insbesondere nicht irreführend formuliert zu sein, sowie dem Erfordernis der Vollständigkeit zu genügen.⁴⁸ In Übereinstimmung mit dem Ziel, welches mit der Ad hoc-Publizität angestrebt wird, namentlich der Chancengleichheit der Marktteilnehmer, wird das sichere Erreichen einer allgemeinen Öffentlichkeit bzw. eine aktive Beachtung der kursrelevanten Tatsache nicht vorausgesetzt. Durch die formellen Erfordernisse soll vielmehr sichergestellt werden, dass alle Marktteilnehmer die Möglichkeit erhalten, von den kursrelevanten Tatsachen mit gleichem Aufwand Kenntnis zu erhalten.

3.2 Zulässigkeit des Bekanntgabeaufschubs

Die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache kann nach Art. 72 Abs. 2 und 3 KR vorübergehend aufgeschoben werden, sofern sowohl ein Plan oder Entschluss der Emittentin besteht als auch berechnete Interessen der Emittentin vorliegen. Ferner muss die Sicherstellung der Geheimhaltung durch die Emittentin gewährleistet werden. Diese Voraussetzungen müssen kumulativ erfüllt sein.

a. Bestehen eines Plans oder Entschlusses der Emittentin

Was das Bestehen eines Plans oder Entschlusses der Emittentin betrifft, so gilt es festzuhalten, dass gerade im Zusammenhang mit Umstrukturierungen, der Anspruch einer Emittentin besteht, Verhandlungen mit Geschäftspartnern in einer ungestörten Vertrauensphase durchzuführen. Dies vermag grundsätzlich einen Aufschub der Bekanntgabe zu rechtfertigen. Allerdings sollte der Begriff der «ungestörten Vertrauensphase» eng ausgelegt werden.⁴⁹ Sobald sich die Transaktion konkretisiert, darf nicht mehr von einer Vertrauensphase gesprochen werden.

b. Vorliegen berechtigter Interessen der Emittentin

Knackpunkt des Bekanntgabeaufschubs stellt die Definition der berechtigten Interessen der Emittentin dar, welche durch Verbreitung neuer Tatsachen beeinträchtigt werden könnten. Obschon weder im KR noch im SWX Kommentar der Begriff näher definiert wird, lässt sich durch Beizug von Art. 697 Abs. 2 OR folgendes festhalten: Berechnete Interessen einer Emittentin sind dann gefährdet, wenn durch die Bekanntgabe gewisser kursrelevanter Tatsachen die Entscheidungsfindung der Emittentin erheblich gestört wird, dem Unternehmen erhebliche Wettbewerbsvorteile entgehen oder erhebliche zusätzliche Kosten entstehen. Zu berücksichtigen sind dabei andererseits die Interessen der Anleger. Die vorzunehmende Interessenabwägung birgt die Gefahr, dass die Emittentin die eigenen Interessen am Bekanntgabeaufschub höher bewertet als das Interesse der Anleger, möglichst grosszügig mit kursrelevanten Informationen versorgt zu werden. Zur Vermeidung einer nachträglichen Sanktion⁵⁰ der SWX tun Emittenten gut daran, die Bekanntgabe kursrelevanter Tatsachen nur dann aufzuschieben, wenn die eigenen Interessen objektiv betrachtet, zweifelsohne höher als die Anlegerinteressen einzuschätzen sind.

c. Vermeidung von Informationslecks durch die Emittentin

Letztlich ist festzuhalten, dass ein Bekanntgabeaufschub endet, wenn ein Informationsleck eingetreten ist. Die ohnehin bestehende Gratwanderung erweist sich um einiges schwieriger, wenn es sich um die Geheimhaltung brisanter Vorgehen, wie der strategische Zusammenschluss zweier Unternehmen nach Beginn der konkreten Verhandlungen, d.h. wenn sich die Transak-

⁴⁵ Bloomberg, Reuters oder Telekurs.

⁴⁶ Richtlinie SWX zur Ad hoc-Publizität, Rz. 7.

⁴⁷ Siehe dazu Medienmitteilung vom 6. Januar 2005 sowie Richtlinie SWX zur Ad hoc-Publizität, Rz. 8 und Rz. 9.

⁴⁸ SWX Kommentar zur Richtlinie zur Ad hoc-Publizität (FN 26), Rz. 15, N 2 und N 3.

⁴⁹ Erläuterungen der SWX zur Ad hoc-Publizität, Ziff. 6.2, 13; HUBER/HODEL/STAUB GIEROW (FN 28), Art. 72 N 32, 370.

⁵⁰ Kotierungsrechtliche Sanktionen der Zulassungsstelle der SWX gegen Emittenten sind gestützt auf Art. 82 i.V.m. Art. 81 Ziff. 1 und 3 KR folgende: Verweis, Verweis mit Publikation, Bussen bis zu CHF 200'000.–, die Sistierung und die Dekotierung.

tion nicht mehr im Anfangsstadium befindet, handelt. Die Schwierigkeit besteht vor allem darin, mehrere involvierte Personen zur Verschwiegenheit anzuhalten. Die Gefahr eines Informationslecks ist nach Praxis der SWX bei Kenntnis der kursrelevanten Tatsache in einem Kreis von über sieben Personen als hoch zu betrachten. Es empfiehlt sich deshalb aufgrund der Leckgefahr, die Möglichkeit eines Bekanntgabeaufschubes zurückhaltend in Betracht zu ziehen.⁵¹

Im vorliegend zu beurteilenden Fall hat die Swissfirst vermutlich auf den Bekanntgabeaufschub abgestellt. Beim Beteiligungskauf bzw. -tausch handelte es sich um eine kursrelevante Tatsache, welche auf einem Plan der Swissfirst beruhte. Das berechnete Interesse der Swissfirst war allenfalls darin zu sehen, dass der Share Deal nur durch Andienung von 50 Prozent der Swissfirst-Aktien an die BHAG zustande kommen konnte. Die Swissfirst durfte annehmen, dass eine Bekanntgabe des geplanten Share Deals vermutlich den Erfolg der Transaktion in Frage gestellt hätte. Was die Sicherstellung der Geheimhaltung durch die Swissfirst betrifft, so ist aufgrund der enormen Zunahme der Umsätze an der Börse mit Swissfirst-Aktien im Vorfeld der Bekanntgabe davon auszugehen, dass es vermutlich zu einem Informationsleck gekommen ist, womit die Swissfirst ohne Verzögerung die Öffentlichkeit hätte informieren müssen.

III. Strafrechtliche Verantwortlichkeit

Auch in strafrechtlicher Hinsicht wird versucht, einen störungsfreien funktionierenden Kapitalmarkt zu gewährleisten, und deshalb Verhaltensweisen zu ahnden, die zulasten des Kapitalmarktes durch Ausnutzen von privilegierten Informationen auf die Erzielung eines Vermögensvorteils gerichtet sind.⁵² Daraus entstand in der Schweiz insbesondere Ende der Achtzigerjahre der Erlass von Insiderstrafnormen.⁵³

Die Interdependenz mit der Ad hoc-Publizität besteht darin, dass beide «Tatbestände» die Funktionsfähigkeit des Kapitalmarktes zu schützen versuchen. Der Unterschied zwischen der Ad hoc-Publizität und der Insiderstrafnorm ist darin zu erblicken, dass das Verbot von Insiderhandel im Schweizerischen Strafbuch normiert wurde, während die Ad hoc-Publizität im Kotierungsreglement der SWX niedergeschrieben ist. Auch in chronologischer Hinsicht gibt es Differenzen: Die Bestrebungen in strafrechtlicher Hinsicht haben einige Jahre vor der Ad hoc-Publizität begonnen.⁵⁴

Aufgrund des vor Bekanntgabe des Zusammenschlusses der Swissfirst mit der BHAG markant zugenommenen Handelsvolumens mit Swissfirst-Aktien, das nicht auf den Eigenhandel der Swissfirst zurückzuführen gewesen sei,⁵⁵ wurde der Verdacht laut, dass vorliegend allenfalls gewisse Personen durch einen Wissensvorsprung Swissfirst-Aktien erworben hätten. Es wird deshalb nachfolgend der Frage nachgegangen, ob die zuständigen Organe der Swissfirst durch ihr Verhalten, d.h. durch die Mitteilung an «alle betroffenen Parteien über die Möglichkeit des Einstiegs eines strategischen Partners»⁵⁶, den Insiderstrafatbestand nach Art. 161 Ziff. 1 StGB (und allenfalls Art. 161^{bis} StGB) erfüllt haben. Ferner bleibt zu prüfen, ob die Personen, die über diese Information orientiert wurden, den Straftatbestand von Art. 161 Ziff. 2 StGB erfüllen. Die nachfolgende Untersuchung der objektiven und subjektiven Tatbestandsmerkmale basiert ausschliesslich auf den aus den Medienberichten hervorgegangenen Informationen. Wie der gewählte Wortlaut der Mitteilung der Swissfirst an «die beteiligten Personen» tatsächlich gelautet hat, ist Gegenstand der Untersuchung der Ermittlungsbehörden, und kann hier nicht abschliessend beurteilt werden. Es bleibt des Weiteren den Grundsatz der Unschuldsvermutung zu beachten.

⁵¹ In diesem Sinne auch HUBER/HODEL/STAUB GIEROW (FN 28), Art. 72 N 32; ebenso JÜRIG LEU, Die Rechtswidrigkeit von Informationsmängeln in der Ad hoc-Publizität nach dem Kotierungsreglement der Schweizer Börse, Diss. St. Gallen 2002, 79; MAROLDA MARTÍNEZ (FN 41), 327 f.

⁵² Gemäss CHRISTOPH PETER, in: Marcel Alexander Niggli/Hans Wiprächtiger (Hrsg.), Basler Kommentar, Strafbuch II, Art. 111–401 StGB, Basel/Genf/München 2003, Art. 161 N 10 und N 12, bezweckt Art. 161 StGB einen kumulativen Rechtsgüterschutz: Einerseits soll der individuelle und kollektive Anlegererschutz und andererseits auch der funktionell-institutionelle Vertrauensschutz durch diese Norm geschützt werden. STEFAN TRECHSEL, Schweizerisches Strafbuch, Kurzkommentar, Zürich 1997, Art. 161 N 2, ist der Auffassung, dass im Zentrum die Chancengleichheit der Anleger steht.

⁵³ Art. 161 StGB ist seit dem 1. Juli 1988 in Kraft. Anzumerken ist, dass Ziff. 3 von Art. 161 StGB gemäss der am 8. Dezember 2006 verabschiedeten Botschaft des Bundesrates ersatzlos gestrichen werden soll. Die Vorlage wird voraussichtlich Mitte 2007 im Parlament behandelt.

⁵⁴ Dies vor allem im Unterschied zu Deutschland und den USA, wo die Gesetzgebung zum Insiderstrafrecht gleichzeitig mit der Ad hoc-Publizität erfolgte. Siehe dazu MAROLDA MARTÍNEZ (FN 41), 370 bzw. 345 ff.

⁵⁵ Siehe dazu JACQUEMART (FN 12), 27.

⁵⁶ Aus den Medienberichten geht einzig hervor, dass die Geschäftsleitung der Swissfirst mit einem «einheitlichen Wording alle betroffenen Parteien» über die Möglichkeit einer strategischen Partnerschaft orientiert und ihnen mitgeteilt habe, dass die Transaktion nur zustande komme, wenn dieser strategische Partner einen Mindestprozentsatz erwerben könne. Nicht Gegenstand der Mitteilung sei der Zusammenschluss zwischen der Swissfirst und der Bank am Bellevue gewesen. Siehe dazu Interview mit Thomas Matter, CEO der Swissfirst, in der Schweizerischen Handelszeitung vom 9. August 2006, 1 und 5.

1. Verbot von Insiderhandel gemäss Art. 161 Ziff. 1 StGB

1.1 Echtes Sonderdelikt

Vom Insiderverbot erfasste Personen sind in Art. 161 Ziff. 1 StGB umschrieben. Als Täter kommen daher folgende Personen in Betracht: Mitglieder des Verwaltungsrats, der Geschäftsleitung, der Revisionsstelle, Beauftragte einer Aktiengesellschaft oder einer sie beherrschenden oder von ihr abhängigen Gesellschaft, Mitglieder einer Behörde oder Beamte sowie Hilfspersonen einer der vorgenannten Personen.⁵⁷

Mitglieder des obersten Leitungsorgans der Swissfirst kommen daher als mögliche Insider in Frage. Zudem bleibt hier noch festzuhalten, dass bei einer geplanten Unternehmensverbindung die Organe beider beteiligten Aktiengesellschaften als Täter in Frage kommen.⁵⁸ Bei der Swissfirst handelt es sich um diejenige Gesellschaft, bei welcher die möglichen Insider ihre Funktionen ausübten, und um diejenige Gesellschaft, deren Effekten gehandelt werden.⁵⁹

Zudem wird vorausgesetzt, dass der Insider von der vertraulichen Tatsache im Zusammenhang mit seiner Stellung bzw. seiner beruflichen Tätigkeit erfahren hat.⁶⁰ Im vorliegenden Fall hatten die Mitglieder des obersten Leitungsorgans der Swissfirst, d.h. die Mitglieder des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung, von der vertraulichen Tatsache⁶¹ durch ihre Stellung bzw. während ihrer beruflichen Tätigkeit Kenntnis erhalten. Als Mitglieder des Verwaltungsrats oder der Geschäftsleitung waren sie nämlich massgebend an der Implementierung des Einstiegs eines strategischen Partners beteiligt, und hatten demnach von der vertraulichen Tatsache Kenntnis. Der Zusammenhang zwischen der Stellung der Mitglieder der obersten Leitungsorgane der Swissfirst und der Kenntnis der vertraulichen Tatsache bestand.

1.2 Tatobjekt

Gemäss Wortlaut von Art. 161 Ziff. 1 StGB kommen als Tatobjekte «die in der Schweiz börslich oder vorbörslich gehandelten Aktien, andere Wertschriften oder entsprechende Bucheffekten der Gesellschaft oder Optionen auf solche» in Frage. Aktien fallen demnach unter die genannten Effekten. Die Aktien der Swissfirst erfüllen neben dieser Voraussetzung auch das Kriterium des börslichen Handelns, da die Aktien der Swissfirst an der SWX kotiert sind.

1.3 Insidertatsachen

Gemäss Art. 161 Ziff. 3 StGB sind nur jene Insidertatsachen strafrechtlich massgebend, die sich entweder auf «eine bevorstehende Emission neuer Beteiligungsrechte, eine Unternehmensverbindung oder ein ähnlicher Sachverhalt von vergleichbarer Tragweite» beziehen.

Vorab ist festzuhalten, dass als Tatsachen ein Ereignis oder ein Umstand in Betracht kommen, die genügend konkret sind, damit sich deren Wirkung auf die zukünftige Kursentwicklung abschätzen lässt.⁶² Neben bereits eingetretenen Ereignissen kommen auch Pläne, Absichten und zukünftige Entwicklungen wie insbesondere Fusionsverhandlungen als Tatsachen i.S.v. Art. 161 Ziff. 3 StGB in Frage.⁶³

Im vorliegenden Fall war keine Emission von Beteiligungsrechten geplant. Vielmehr ist fraglich, ob die Möglichkeit des Einstiegs eines strategischen Partners, wobei für das Zustandekommen der Transaktion der Erwerb eines Mindestprozentsatzes durch den strategischen Partner vorausgesetzt war, als Unternehmensverbindung betrachtet werden kann. Der Begriff der Unternehmensverbindung ist analog Art. 161 Ziff. 4 StGB weit auszulegen. Darunter sind nicht nur Fusionen, sondern auch andere Umstände, welche die Unabhängigkeit des Unternehmens betreffen, zu zählen. Als Unternehmensverbindung gilt gemäss Praxis des Bundesgerichts auch der Beteiligungserwerb, wobei eine Übernahme der Mehrheit des Kapitals nicht erforderlich ist, solange die Teilübernahme den Kurs der Aktien auf bedeutsame Weise beeinflusst.⁶⁴ Da uns nicht bekannt ist, welchen Umfang des zu erwerbenden Aktienanteils den «betroffenen Parteien» effektiv mitgeteilt wurde, ist die Möglichkeit des Einstiegs eines strategischen Partners eher nicht als Unternehmensverbindung gemäss Art. 161 Ziff. 3 StGB zu betrachten. Sollte sich hingegen aus den Ermittlungen ergeben, dass die «betroffenen Parteien» über den Einstieg des stra-

⁵⁷ Man spricht dabei von «echten und unechten Insidern». Anzuführen bleibt, dass Aktionäre aufgrund ihres Aktienbesitzes zwar grundsätzlich nicht primär als Insider in Frage kommen. Allerdings kann einem Aktionär aufgrund bestimmter tatsächlicher Umstände eine faktische Organstellung zukommen, womit er als Insider durchaus in Betracht kommen kann. Siehe dazu MAROLDA MARTÍNEZ (FN 41), 371; MARC JEAN-RICHARD-DIT-BRESSEL, Der Aktionär als Insider am Tatort Börse?, Veröffentlichungen aus dem Nachdiplomstudium Internationales Wirtschaftsrecht der Universität Zürich und dem Europa Institut, Bd. 27, Zürich 2003, 51; SILVAN HÜRLIMANN, Der Insiderstrafatbestand, GesKR 4/2006, 311.

⁵⁸ Siehe dazu GÜNTHER STRATENWERTH/GUIDO JENNY, Schweizerisches Strafrecht, Besonderer Teil I: Straftaten gegen Individualinteressen, 6. A., Bern 2003, § 21 N 13.

⁵⁹ Vgl. DANIELA KÖNIG, Das Verbot von Insiderhandel, Diss. Zürich 2006, 120 f.

⁶⁰ STRATENWERTH/JENNY (FN 58), § 21 N 15; PETER (FN 52), Art. 161 N 14.

⁶¹ Ob es sich um eine vertrauliche Tatsache, die den Tatbestand von Art. 161 Ziff. 1 i.V.m. Ziff. 3 StGB erfüllt, wird unter Ziff. 3 und 4 zu prüfen sein.

⁶² Siehe dazu KÖNIG (FN 59), 163 f.

⁶³ STRATENWERTH/JENNY (FN 58), § 21 N 8; TRECHSEL (FN 52), Art. 161 N 13; PETER (FN 52), Art. 161 N 24.

⁶⁴ BGE 118 Ib 454, E. 5a (Pra 82 [1993] Nr. 149, 576); siehe auch TRECHSEL (FN 52), Art. 161 N 15.

tegischen Partners durch Übernahme von 50 Prozent der Swissfirst-Aktien orientiert wurden, dann wäre eine Unternehmensverbindung durchaus als gegeben zu betrachten.

Es bleibt demnach noch zu prüfen, ob sich diese Information unter «ähnlicher Sachverhalt von vergleichbarer Tragweite» subsumieren lässt.

Das Bundesgericht hat diese in der Lehre kontroverse Frage mehrfach dahingehend bestätigt, dass das objektive Tatbestandselement «ähnlicher Sachverhalt von vergleichbarer Tragweite» gemäss Art. 161 Ziff. 3 StGB eng auszulegen sei.⁶⁵ Die unter diesen Tatbestand fallende Tatsache muss von vergleichbarer Tragweite wie die Emission neuer Beteiligungsrechte oder eine Unternehmensverbindung sein. Insbesondere was die Ähnlichkeit der Tatsache zu den explizit im Gesetz genannten Fällen betrifft, muss die Tatsache bezüglich Finanzierung und rechtlicher Struktur qualitativ und quantitativ der Emission neuer Beteiligungsrechte oder einer Unternehmensverbindung entsprechen. Die vertrauliche Tatsache muss sich daher auf Veränderungen der internen Struktur (Aktionariat) oder der externen Struktur der Gesellschaft (bspw. auf Unternehmensteilungen, Mehrheitsübernahmen oder Sanierungen durch Kapitalherabsetzung) beziehen.⁶⁶ Vorliegend wurden die «betroffenen Parteien» einzig darüber orientiert, dass ein strategischer Partner einsteigen würde, jedoch nur falls dieser einen Mindestprozentsatz an der Swissfirst erwerben könnte. Ob den «betroffenen Parteien» mitgeteilt wurde, dass eine Beteiligung von 50 Prozent geplant war, entzieht sich unseren Kenntnissen. Ebenso ist nicht eindeutig, ob den «betroffenen Parteien» die Veränderung der internen Struktur durch diesen Einstieg klar genug gewesen ist. Unter der Annahme, dass ihnen diese Strukturänderung nicht mitgeteilt wurde/bekannt war, ist davon auszugehen, dass der Einstieg eines strategischen Partners qualitativ und quantitativ nicht einer Emission neuer Beteiligungsrechte oder einer Unternehmensverbindung gleichzusetzen ist. Ergibt sich

hingegen aus den Ermittlungen, dass den «betroffenen Parteien» vielmehr klar gewesen ist, dass die Transaktion nur zustande kommen würde, wenn 50 Prozent der Swissfirst-Aktien dem strategischen Partner angedient werden würden, dann hätte die Transaktion sowohl qualitativ als auch quantitativ einer Unternehmensverbindung entsprochen.

Nachfolgend wird der Vollständigkeit halber die Untersuchung weitergeführt, unter der Annahme, dass die Möglichkeit des Einstiegs eines strategischen Partners als Unternehmensverbindung oder als «ähnlicher Sachverhalt von vergleichbarer Tragweite» gemäss Art. 161 Ziff. 3 StGB zu qualifizieren ist, und demnach eine Insider Tatsache vorliegt.

1.4 Vertraulichkeit der Tatsache

Bei der Tatsache muss es sich um eine vertrauliche Tatsache handeln, die nur einem beschränkten Personenkreis bekannt ist. Solange nur diejenigen Kenntnis über die Tatsache haben, die «Insider» sind und denen die Tatsache auch bekannt sein sollte, ist die Tatsache der Öffentlichkeit noch nicht zugänglich und demnach noch vertraulich.⁶⁷ Gemäss Rechtsprechung des Bundesgerichts ist eine Tatsache im Sinne von Art. 161 StGB vertraulich, solange das Börsenpublikum davon weder durch öffentliche Bekanntmachung noch auf anderer Weise Kenntnis erlangt hat. Nicht mehr von Vertraulichkeit einer Tatsache ist dann die Rede, wenn die Tatsache auf fast sichere Art und Weise einem erweiterten Kreis von Börsenakteuren bekannt wird.⁶⁸ Von dieser Rechtsprechung ist das Bundesgericht in einem jüngeren Entscheid insofern abgewichen, als es festgehalten hat, dass eine Information bereits dann nicht mehr als vertraulich zu gelten hat, wenn ein Dritter sie erlangen könnte, wenn auch nur mit Anstrengungen.⁶⁹

Vorliegend stellt sich die Frage, ob die Mitteilung der Swissfirst mittels «einheitlichem Wording» über die Möglichkeit «des Einstiegs eines strategischen Partners» an «alle betroffenen Parteien» die Vertraulichkeit der Tatsache beseitigt hat. Die Mitteilung der Swissfirst erfolgte zwar nicht durch öffentliche Bekanntmachung, trotzdem könnte das Börsenpublikum durch das «einheitliche Wording» über die vertrauliche Tatsache Kenntnis erlangt haben. Allerdings bleibt festzustellen, dass hier angenommen wird, dass die Swissfirst «den betroffenen Parteien» nicht explizit mitteilte, dass der Einstieg eines strategischen Partners zum Zusammenschluss der beiden Bankinstitute geführt hätte.

⁶⁵ BGE 118 Ib 547 (Pra 82 [1993] Nr. 150, 579 ff.) sowie Urteil des Bundesgerichts 2A.567/2001, E. 6.5.2 vom 15. April 2002. Zur Lehre, die ebenfalls der Meinung ist, dass dieser Begriff einschränkend auszulegen ist, zählen STRATENWERTH/JENNY (FN 58), § 21 N 9; TRECHSEL (FN 52), Art. 161 N 16; JÖRG REHBERG/NIKLAUS SCHMID/ANDREAS DONATSCH, Strafrecht III: Delikte gegen den Einzelnen, 8. A., Zürich 2003, 279; CHRISTOPH PETER, Aspekte der Insiderstrafnorm – insbesondere der «ähnliche Sachverhalt von vergleichbarer Tragweite», Diss. Zürich 1991, 110 ff., sowie PETER BÖCKLI, Insiderstrafrecht und Verantwortung des Verwaltungsrates, Zürich 1989, 51, N 3. Für eine weite Auslegung der Norm sprechen sich aus: NIKLAUS SCHMID, Schweizerisches Insiderstrafrecht, Ein Kommentar zu Art. 161 StGB, Bern 1988, 108 ff.; PETER FORSTMOSER, Insiderstrafrecht, SAG 1988, 129, N 71, sowie ROLF H. WEBER/JEAN-MARC SCHALLER, Auf dem Weg zu einem neuen kohärenten Finanzmarktrecht in der Schweiz?, SZW (75) 2003, 182.

⁶⁶ Siehe zur engen Auslegung des Bundesgerichts Urteil 1A.325/2000 vom 5.03.2001, E. 3b.

⁶⁷ Vgl. STRATENWERTH/JENNY (FN 58), § 21 N 11; TRECHSEL (FN 52), Art. 161 N 17.

⁶⁸ BGE 118 Ib 448, E. 6b, 455 ff. (Pra 82 [1993] Nr. 149, 577).

⁶⁹ Urteil des Bundesgerichts 2A.230/1999, E. 6b vom 2. Februar 2000.

Mit guten Argumenten lässt sich bezüglich der Vertraulichkeit der Tatsache die Meinung vertreten, dass durch das einheitliche Wording an alle betroffenen Parteien die Tatsache, dass der Einstieg eines strategischen Partners angestrebt war, auf fast sichere Art und Weise einem erweiterten Kreis von Börsenakteuren bekannt werden würde. Die sich im Vorfeld der Bekanntgabe des Zusammenschlusses abgezeichnete Zunahme der Umsätze mit Swissfirst-Aktien ist als Indiz in diese Richtung zu werten. Nach der Kapitalmarkttheorie wird eine Information stets im Aktienkurs reflektiert, womit als Massstab für das Bekanntsein einer Information der Börsenkurs heranzuziehen ist.⁷⁰

Kann demnach die Mitteilung der Swissfirst über den Einstieg eines strategischen Partners als vertrauliche Tatsache bezeichnet werden, die durch die Information «aller betroffenen Parteien» bekannt geworden ist, wäre eine weitere Voraussetzung des Straftatbestandes nicht erfüllt.

Anders verhält es sich, wenn angenommen wird, dass trotz der «Mitteilung» über den möglichen Einstieg an «alle betroffenen Parteien» die Vertraulichkeit weiterhin besteht, womit das Verwertungsverbot für die Insider fortbestand.⁷¹

1.5 Voraussehbarkeit einer erheblichen Beeinflussung des Kurses

Der Insider macht sich ferner nur dann strafbar, wenn das Bekanntwerden der vertraulichen Tatsache den Kurs der Effekten in voraussehbarer Weise erheblich beeinflussen wird. Diese Prognose ist nach h.L. aufgrund einer objektivierten Betrachtungsweise ex ante zu beurteilen.⁷² Das bedeutet, dass im Zeitpunkt der Tatbegehung unter objektiver Betrachtung die Wahrscheinlichkeit eines erheblichen Einflusses auf den Kurs der Effekten hätte voraussehbar sein müssen. Die Voraussehbarkeit der Beeinflussung des Effektenkurses hängt von den erfahrungsgemässen Erwartungen gleichartiger Transaktionen ab.

Aus einer auf dem Schweizer Börsenmarkt durchgeführten Studie ergeht, dass jegliche Übernahmen zu einer Kursbeeinflussung führen,⁷³ weshalb die Prognose im Falle «Zusammenschluss Swissfirst mit der BHAG» durchaus zum Schluss geführt hätte, dass die Bekanntgabe der vertraulichen Tatsache zu einer Beeinflussung des Börsenkurses der Swissfirst geführt hätte.

Allerdings wird eine *erhebliche* Kursbeeinflussung vorausgesetzt. Kursschwankungen sind dann erheblich, wenn sie aussergewöhnlich sind, d.h. wenn sie den für den Börsenmarkt typischen und alltäglichen Rahmen sprengen.⁷⁴ Mangels Festlegung eines festen Grenzwertes wird in der Praxis vorgeschlagen, die Figur des vernünftigen, d.h. börsenkundigen Anlegers als Entscheidungshilfe heranzuziehen. Dabei soll vor allem darauf abgestellt werden, ob die Bekanntgabe einer vertraulichen Tatsache die Kauf- oder Verkaufsentscheidung eines vernünftigen Anlegers massgeblich beeinflusst hätte.⁷⁵

Als Indiz für die Voraussehbarkeit einer Kursbeeinflussung kann die tatsächlich eingetretene Kursschwankung verwendet werden.⁷⁶ In der Lehre wird ein erheblicher Kursschlag bei ca. 10 Prozent für Aktien und 2–3 Prozent für Obligationen angenommen.⁷⁷

Im vorliegend zu beurteilenden Fall sei der Kursanstieg gemäss einem durch Prof. HEINZ ZIMMERMANN der Universität Basel im Auftrag der Swissfirst erstellten Gutachtens nicht voraussehbar gewesen, da der Kurs nach der Transaktion sowohl hätte steigen wie sinken können.⁷⁸ Die tatsächlich eingetretene Kursschwankung betrug fünf Tage nach der Bekanntgabe der Transaktion knapp 50 Prozent. Es handelt sich demnach um einen erheblichen Kursschlag. Entgegen dem oben erwähnten Gutachten ist der erheblich eingetretene Kursschlag im vorliegenden Fall als Indiz für das Vorliegen der Voraussehbarkeit einer erheblichen Kursbeeinflussung zu werten.

1.6 Tathandlung

Die Tathandlung nach Art. 161 Ziff. 1 StGB besteht im Ausnutzen der Kenntnisse einer vertraulichen Tatsache oder in der Weitergabe einer solchen Tatsache an einen Dritten. In der Regel besteht die Tathandlung in der Vornahme von Effekientransaktionen, insbesondere im Kauf oder Verkauf von Effekten. Der Insiderstatbestand nach Art. 161 Ziff. 1 StGB wird als Begehungsdelikt verstanden, womit nur eine aktive Handlung als tatbe-

⁷⁰ Siehe dazu KÖNIG (FN 59), 171.

⁷¹ Vgl. STRATENWERTH/JENNY (FN 58), § 21 N 11.

⁷² Gemäss TSCHÄNI (FN 4), 37, sind die Verhältnisse im Zeitpunkt der Tathandlung ausschlaggebend. STRATENWERTH/JENNY (FN 58), § 21 N 10; TRECHSEL (FN 52), Art. 161 N 18; PETER (FN 52), Art. 161 N 27.

⁷³ AMMANN/KESSLER (FN 20), 256 ff.

⁷⁴ Botschaft des Bundesrates über die Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches (Insidergeschäfte) vom 1. Mai 1985, BBl 1985 II 69 ff.

⁷⁵ Dieses Kriterium wird auch bei der Beurteilung der Kursrelevanz bei der Ad hoc-Publizität angewandt; siehe dazu HUBER/HODEL/STAUB GIEROW (FN 28), Art. 72 N 24, sowie unter Ziff. II. A. 1.

⁷⁶ Siehe dazu PETER (FN 52), Art. 161 N 27; KÖNIG (FN 59), 175.

⁷⁷ Siehe NIKLAUS SCHMID/RICHARD BAUER, in: NEDIM PETER VOGT/ROLF WATTER (Hrsg.), Basler Kommentar zum Kapitalmarktrecht, Basel/Genf/München 1999, Art. 161 StGB N 16; PETER (FN 52), Art. 161 N 27; TRECHSEL (FN 52), Art. 161 N 18.

⁷⁸ Das erwähnte Gutachten liegt den Autorinnen des vorliegenden Beitrages nicht vor. Diese Information ergibt sich aus dem Artikel von PASCAL IHLE, Kurssprung sei nicht voraussehbar gewesen, Schweizerische Handelszeitung vom 9. August 2006, 5.

standsmässig zu betrachten ist.⁷⁹ Die Unterlassung einer Effekttentransaktion ist daher nach herrschender Auffassung nicht strafbar.⁸⁰ In diesem Zusammenhang bleibt zu erwähnen, dass im Sinne von Art. 161 Ziff. 1 StGB folgende Fallkonstellationen nicht strafbar sind: Eine Effekttentransaktion aufgrund eigens geplanter Unternehmensübernahme wird nicht unter Art. 161 StGB subsumiert, sofern der Entscheid des Übernehmers auf selbstgeschaffene Insiderinformationen, und somit nicht auf eine andere Insidertatsache, gefällt wurde und die Transaktion das Unternehmen selber betrifft.⁸¹ Ebenso wenig macht sich ein Unternehmen strafbar, das seine eigenen Aktien im Vorfeld einer Rückkauffofferte erwirbt.⁸²

Dagegen ist die Weitergabe von Insidertatsachen an einen Dritten strafbar.⁸³ Der Tatbestand der Weitergabe von Insidertatsachen an einen Dritten setzt insbesondere voraus, dass der Tippnehmer von der Insidertatsache Kenntnis erlangt. Es genügt, wenn der Tippnehmer von den Grundzügen der Insidertatsache erfährt; dagegen ist nicht vorausgesetzt, dass er über alle Details Kenntnis erlangt.⁸⁴ Nicht strafbar soll hingegen die blosser Weitergabe einer vertraulichen Information an einen Dritten sein, die vom Insider nicht vorsätzlich zum Zweck eines verwertbaren Tipps, sondern aus anderen Gründen erfolgt.⁸⁵

Nimmt man vorliegend an, es handele sich um eine vertrauliche Insidertatsache, so hätten die Mitglieder des obersten Leitungsorgans der Swissfirst durch die getätigte Orientierung die betroffenen Parteien von der Insiderinformation in Kenntnis gesetzt, womit die Tathandlung der Weitergabe von Insidertatsachen an einen Dritten vorliegend erfüllt gewesen wäre. Allerdings bleibt offen, ob dies allenfalls nicht als strafbar zu werten ist, weil die Weitergabe an die Aktionäre aus anderen Gründen erfolgte als zum Zwecke des verwertbaren Tipps.

⁷⁹ Vgl. zur Problematik der Tatbegehung durch Unterlassung KÖNIG (FN 59), 193 ff.

⁸⁰ STRATENWERTH/JENNY (FN 58), § 21 N 18; TRECHSEL (FN 52), Art. 161 N 19; PETER (FN 52), Art. 161 N 31.

⁸¹ Diese Fallkonstellation wird in der Lehre vor allem unter dem Satz «Niemand kann sein eigener Insider sein» erörtert. Dazu erstmals PETER FORSTMOSER, Das neue schweizerische Insider-Recht, Bank Vontobel (Hrsg.), Zürich 1988, 23.

⁸² Zur letztgenannten Fallkonstellation ist sich die Lehre nicht einig; siehe dazu KÖNIG (FN 59), 213 ff., die der Ansicht ist, dass bei dieser Fallkonstellation Art. 161 StGB durchaus greift. A.M. SILVAN HÜRLIMANN, «Niemand kann sein eigener Insider sein»: Insiderverhalten im Lichte der Swissfirst-Fusion, in: relevant vom September 2006, sowie PETER (FN 52), Art. 161 N 12.

⁸³ Botschaft Strafgesetzbuch (FN 74), 81 f.; TRECHSEL (FN 52), Art. 161 N 20.

⁸⁴ TRECHSEL (FN 52), Art. 161 N 20.

⁸⁵ PETER (FN 52), Art. 161 N 28.

1.7 Taterfolg

Als tatbestandsmässiger Erfolg wird vorausgesetzt, dass der Täter sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil verschafft. Das Delikt ist dann vollendet, wenn der Vermögensvorteil eintritt.⁸⁶

Der Vermögensvorteil kann in einem Gewinn oder vermiedenen Verlust aus einer Effekttentransaktion bestehen. Im Falle der Weitergabe von Insiderinformationen kann der Vermögensvorteil auch in einem Entgelt für einen Tipp liegen. Der Vermögensvorteil liegt auf jeden Fall bereits dann vor, wenn nach dem Bekanntwerden der vertraulichen Information die erwartete Kurschwankung tatsächlich eingetreten ist.⁸⁷ Unerheblich ist hingegen, ob der Täter den Gewinn bzw. vermiedenen Verlust realisiert hat.⁸⁸ Ebenso ist die Höhe des Vermögensvorteils für die Erfüllung des Tatbestandes unerheblich.

Vorliegend entzieht es sich unseren Kenntnissen, ob Anreize für die Andienung der Aktien an die Swissfirst bestanden haben; die Swissfirst hat dies jedenfalls vehement zurückgewiesen.⁸⁹ Demnach haben die Mitglieder des obersten Leitungsorgans der Swissfirst durch die Weitergabe der vertraulichen Insiderinformation, welche zur effektiven Durchführung der Transaktion geführt hat, an ausgewählte Grossinvestoren keinen direkten Vermögensvorteil generiert.

1.8 Subjektiver Tatbestand

In subjektiver Hinsicht setzt Art. 161 Ziff. 1 StGB direkten Vorsatz i.S.v. Art. 18 StGB bezüglich «Kenntnis der vertraulichen Tatsache» voraus. Das bedeutet, dass der Insider den objektiven Tatbestand der «Kenntnis der vertraulichen Tatsache» mit Wissen und Willen erfüllen muss. Was die Vertraulichkeit der Tatsache und die erhebliche Beeinflussung des Kurses betrifft, so soll Eventualvorsatz genügen.⁹⁰ Dasselbe soll bezüglich der objektiven Tatbestandsmerkmale der Erlangung eines Vermögensvorteils sowie bezüglich der Tathandlung des «Ausnützens» gelten.⁹¹

Der Nachweis der subjektiven Tatbestandsmerkmale erweist sich grundsätzlich als schwierig. Ob im konkret

⁸⁶ Demnach stellt Art. 161 StGB ein Erfolgsdelikt dar. Siehe dazu statt vieler SCHMID/BAUR (FN 77), Art. 161 StGB N 20.

⁸⁷ Botschaft Strafgesetzbuch (FN 74), 81.

⁸⁸ STRATENWERTH/JENNY (FN 58), § 21 N 19; SCHMID/BAUR (FN 77), Art. 161 StGB N 20.

⁸⁹ Interview in der Schweizerischen Handelszeitung vom 9. August 2006, 5.

⁹⁰ TRECHSEL (FN 52), Art. 161 N 22; anderer Ansicht SCHMID/BAUR (FN 77), Art. 161 StGB N 21; STRATENWERTH/JENNY (FN 58), § 22 N 17; PETER (FN 52), Art. 161 N 32, welche bezüglich der Kursrelevanz direkten Vorsatz verlangen.

⁹¹ Siehe dazu m.w.H. KÖNIG (FN 59), 206 ff. Direkten Vorsatz in Bezug auf die Erlangung eines Vermögensvorteils fordern STRATENWERTH/JENNY (FN 58), § 22 N 23, sowie PETER (FN 52), Art. 161 N 32.

zu beurteilenden Fall die subjektiven Tatbestandsmerkmale erfüllt sind, ist daher aufgrund fehlender genügender Angaben nicht zu beantworten. Es bleibt insbesondere der Beweis zu erbringen, dass Vorsatz bezüglich der Kenntnis der vertraulichen Tatsache bestand.

2. Strafbarkeit des Tippnehmers nach Art. 161 Ziff. 2 StGB

Insbesondere zu prüfen ist hier, ob Mitglieder der Pensionskassen sowie alle vor der Bekanntgabe des Zusammenschlusses der Swissfirst und der BHAG angegangenen Personen als Tippnehmer in Betracht kommen.

Als Tippnehmer (oder auch Tippees genannt) können all jene Personen in Frage kommen, die eine vertrauliche kursrelevante Tatsache unmittelbar oder mittelbar von einem Insider i.S.v. Art. 161 Ziff. 1 StGB mitgeteilt erhalten und sich oder einem anderen durch Ausnützen dieser Mitteilung einen Vermögensvorteil verschaffen.⁹² Nicht strafbar ist der Tippnehmer, der nur durch Zufall in den Besitz des Insiderwissens gelangt oder aus unverfänglichen Mitteilungen oder Andeutungen die richtigen Schlüsse zieht.⁹³ Im Übrigen wird verlangt, dass der Tippnehmer wusste oder wissen musste, dass ein Insider die Information missbräuchlich preisgegeben hat.⁹⁴ Zur Bejahung der Strafbarkeit des Tippnehmers wird von der herrschenden Doktrin insbesondere vorausgesetzt, dass die Vortat des Insiders tatbestandsmässig und rechtswidrig erfolgt ist.⁹⁵ Das Bundesgericht hat diese Frage indes in BGE 119 IV 38, E. 3a offen gelassen bzw. hielt einzig fest, dass eine Bestrafung des Insiders nicht erforderlich sei.

Die Tathandlung des Tippnehmers besteht im Ausnützen des Tipps zur Erlangung eines Vermögensvorteils für sich oder einen anderen. Im vorliegend zu beurteilenden Fall haben beispielsweise die Pensionskassen durch Andienung der Swissfirst-Aktien keine direkten Gewinne erzielt, da der Kurs der Swissfirst-Aktien nach Bekanntgabe des Zusammenschlusses der Swissfirst und der BHAG enorm zunahm. Allerdings bleibt zu berücksichtigen, dass aus den Medienberichten hervorgeht, dass nicht alle Pensionskassen den ganzen in ihrem Besitz befindenden Aktienbestand der Swissfirst andienten. Durch Beibehaltung eines Teils ihres Aktienbestandes generierten sie im Zuge des Zusammenschlusses trotz allem Gewinne. Durch die Kenntnisnahme der vertraulichen Tatsache haben sie allenfalls einen Vermögensvorteil erlangt, vorausgesetzt die Mitteilung an die Pensionskassen lässt sich als vertrauliche

Tatsache qualifizieren. Allerdings hat die Ermittlungsbehörde den nicht einfachen Nachweis der Insiderquelle zu erbringen.

3. Strafbarkeit der Kursmanipulation nach Art. 161^{bis} StGB

Der Straftatbestand der Kursmanipulation nach Art. 161^{bis} StGB beabsichtigt den Schutz der unverfälschten Kursbildung.⁹⁶ Die Kursmanipulation erfolgt dabei entweder durch das Verbreiten irreführender Informationen oder durch Vornahme fingierter Geschäfte. Das Verbreiten von irreführenden Informationen kann mit jedem Kommunikationsmittel geschehen. Ob die Verbreitung öffentlich oder nur gegenüber einer grösseren Zahl von Personen erfolgt, ist keine Tatbestandsvoraussetzung.⁹⁷

Eine irreführende Information liegt vor, wenn es sich um unvollständige oder missverständliche Angaben handelt, die geeignet sind, die Anleger zu falschen Entscheidungen zu verleiten.⁹⁸ Um dies zu untersuchen, sind die Grundsätze der Prospektspflicht analog anwendbar.⁹⁹

Bei der Orientierung der «betroffenen Parteien» über die «Möglichkeit des Einstiegs eines strategischen Partners» ohne Angabe des Zusammenschlusses zwischen der Swissfirst und der BHAG könnte es sich durchaus als unvollständige Angabe, die ein unzutreffendes Bild hervorgerufen hat, gehandelt haben.¹⁰⁰ Ferner ist auch das blosses Verschweigen einer Tatsache strafbar, vorausgesetzt es besteht eine Garantenstellung aus Gesetz, Vertrag oder Ingerenz. Dabei müsste allerdings geprüft werden, ob den Mitgliedern des Verwaltungsrats und der Geschäftsleitung der Swissfirst eine solche Garantenstellung zukam. Diese Garantenstellung kann im vorliegenden Fall durchaus bejaht werden, kommt doch den obersten Leitungsorganen einer an der SWX kotierten Gesellschaft die Pflicht zur Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache zu.¹⁰¹

Hinsichtlich des subjektiven Tatbestandes wird Vorsatz vorausgesetzt. Im Übrigen wird verlangt, dass der Täter in der Absicht gehandelt hat, den Kurs von in der Schweiz börslich gehandelten Effekten erheblich zu

⁹² TRECHSEL (FN 52), Art. 161 N 23; PETER (FN 52), Art. 161 N 15.

⁹³ BGE 119 IV 38, E. 3a und 3b, sowie STRATENWERTH/JENNY (FN 58), § 21 N 25.

⁹⁴ Botschaft Strafgesetzbuch (FN 74), 84.

⁹⁵ SCHMID/BAUR (FN 77), Art. 161 StGB N 21; TRECHSEL (FN 52), Art. 161 N 24; PETER (FN 52), Art. 161 N 16.

⁹⁶ Art. 161^{bis} StGB trat am 1. Februar 1997 in Kraft, nachdem das BEHG eingeführt wurde.

⁹⁷ STRATENWERTH/JENNY (FN 58), § 21 N 38.

⁹⁸ TRECHSEL (FN 52), Art. 161^{bis} N 6.

⁹⁹ Vgl. dazu SCHMID/BAUR (FN 77), Art. 161^{bis} StGB N 6.

¹⁰⁰ Die Verbreitung unvollständiger Mitteilungen stellt ein aktives unter Art. 161^{bis} StGB fallendes Handeln dar. STRATENWERTH/JENNY (FN 58), § 21 N 38.

¹⁰¹ Gl. Ansicht ZOBL/KRAMER (FN 17), N 1043, 387; m.w.H. dazu auch MAROLDA MARTÍNEZ (FN 41), 375. STRATENWERTH/JENNY (FN 58), § 21 N 38, sind hingegen der Ansicht, dass es keine Garantenstellung für den Kapitalmarkt gibt.

beeinflussen, um daraus für sich oder für Dritte einen unrechtmässigen Vermögensvorteil zu erzielen.¹⁰² Ob diese Voraussetzungen im konkret zu beurteilenden Fall erfüllt sind, ist aufgrund fehlender konkreter Angaben in den Medienberichten nicht zu beantworten.

IV. Aktienrechtliche Verantwortlichkeit

Neben den vorgesehenen Sanktionen bei einer Verletzung der Ad hoc-Publizität durch das Kotierungsreglement und der Pönalisierung des Täters, der durch sein Handeln einen Strafrechtstatbestand erfüllt, sind auch zivilrechtliche Ansprüche denkbar. In der Lehre ist umstritten, ob ein Verstoss gegen Art. 72 KR die von Art. 41 Abs. 1 OR geforderte Widerrechtlichkeit zu begründen vermag.¹⁰³ Die Grossaktionäre, die im Vorfeld der Transaktion Aktien der Swissfirst verkauften, konnten im Umfang der angedienten Aktien nicht am auf die Bekanntgabe folgenden Kursgewinn teilhaben. Aus ihrer Sicht stellt sich die Frage, ob und in welchem Umfang sie ihren entgangenen Gewinn mittels aktienrechtlicher Verantwortlichkeit geltend machen können.

1. Schaden

Der Schaden ist die Differenz zwischen dem tatsächlichen Vermögensstand des Geschädigten und dem hypothetischen Stand, den sein Vermögen ohne die Pflichtverletzung hätte. Geltend gemacht werden kann eine Verminderung der Aktiven, eine Vermehrung der Passiven oder ein entgangener Gewinn.¹⁰⁴

Im zur Beurteilung vorliegenden Fall liegt der Schaden darin, dass die Aktionäre der Swissfirst, die im Vorfeld der Umstrukturierung Aktien verkauft haben, im Umfang der angedienten Aktien am Kurssprung von fast 50 Prozent, der nach Bekanntmachung des Zusammenschlusses erfolgte, nicht teilhaben konnten. Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass einige Grossinvestoren nur einen Teil ihres Aktienpakets verkauft haben.¹⁰⁵ Somit

haben sie zumindest teilweise am Kursgewinn partizipieren können, der ohne die Andienung eines Teils ihrer Swissfirst-Aktien nicht resp. nicht in diesem Umfang stattgefunden hätte. Daher kann der Schaden nicht ohne Weiteres durch die Multiplikation des Kursgewinns mit der Anzahl verkauften Aktien ermittelt werden. Der effektiv eingetretene Schaden lässt sich somit nur anhand des konkreten Falls bemessen.

2. Pflichtverletzung

2.1 Verstoss gegen die Ad hoc-Publizitätspflicht

Eine Verletzung der Ad hoc-Publizitätspflicht kann nur zu einer aktienrechtlichen Verantwortlichkeit führen, wenn es sich bei Art. 72 KR um eine Norm des objektiven Rechts handelt, die dem Schutz des Vermögens der Anleger dient.

Dies war bereits beim Entwurf des KR äusserst umstritten. Das Börsengesetz, das als Rahmengesetz ausgestaltet wurde, ist vom Selbstregulierungsprinzip geprägt.¹⁰⁶ Dies bedeutet, dass das Börsengesetz nur Grundsätze enthält und den Erlass von Ausführungsbestimmungen den ausführenden Instanzen überlässt. Dabei handelt es sich um die Übertragung von Rechtssetzungsbefugnissen.¹⁰⁷ Das Kotierungsreglement findet seine Grundlage sowohl in Art. 8 Abs. 1 BEHG als auch in Art. 4 Abs. 2 BEHG. Die Ad hoc-Publizitätspflicht ist als Ergänzung der aktienrechtlichen und börsenrechtlichen Transparenzvorschriften zu sehen.¹⁰⁸ Folglich kann der Bekanntgabepflicht nach Art. 72 KR durchaus Rechtsnormcharakter zugesprochen werden.¹⁰⁹

Um den Schutznormcharakter zu bejahen, ist festzuhalten, dass die Ad hoc-Publizität neben dem Funktionsschutz des Kapitalmarktes auch den individuellen Anlegerschutz bezweckt.¹¹⁰ Art. 72 KR spricht zwar von der Pflicht zur Bekanntgabe der Emittentin, d.h. der Gesellschaft, jedoch ist der Verwaltungsrat bzw. das dazu von ihm ernannte Geschäftsleitungsmitglied das für die Informationspolitik zuständige Organ. Handelt dieses nicht pflichtgemäss bzw. unterlässt dieses absichtlich

¹⁰² STRATENWERTH/JENNY (FN 58), § 21 N 43 und N 44.

¹⁰³ Bejahend HSU (FN 19), 271 ff.; MAROLDA MARTÍNEZ (FN 41), 362 m.w.H.; VITO ROBERTO, Pro & Contra, Haftung für Ad hoc-Publizität, Antithesen zur Haftung für Ad hoc-Publizität, GesKR 2-3/2006, 151 ff. A.M. MARIE V. FISCHER, Die Ad hoc-Publizität nach Art. 72 Kotierungsreglement, Diss. Bern 1999, 180; PETER V. KUNZ, Zu den Haftungsvoraussetzungen und zu einigen weiteren Themen der aktienrechtlichen Verantwortlichkeit – Rückblick, Status quo und Perspektiven, AJP 11/1998, 1275; DANIEL DAENIKER, Pro & Contra, Haftung für Ad hoc-Publizität, Thesen zur Haftung für Ad hoc-Publizität, GesKR 2-3/2006, 144 ff.

¹⁰⁴ Vgl. statt aller PETER GAUCH/WALTER R. SCHLUEP/JÖRG SCHMID/HEINZ REY, Schweizerisches Obligationenrecht Allgemeiner Teil, Band II, 8. A., Zürich 2003, N 2652 ff.

¹⁰⁵ Beispielsweise hat Medienberichten zu Folge die Helsana, die Coop- und Siemens-Pensionskasse nur die Hälfte ihrer Beteili-

gungen verkauft. Die Siemens-Pensionskasse soll am 9. September 2005 390 000 Aktien zum Preis von CHF 60.– verkauft haben. Im Frühjahr 2006 seien dann weitere 100 000 Aktien veräussert worden zum Stückpreis von CHF 99.–. Weitere 100 000 Aktien werden noch gehalten. Vgl. dazu NZZ am Sonntag vom 6. August 2006, 24, und NZZ vom 10. August 2006, 26.

¹⁰⁶ Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG), BBl 1993 I, 1370.

¹⁰⁷ Weiterführend HSU (FN 19), 271 ff.

¹⁰⁸ Eingehend dazu MAROLDA MARTÍNEZ (FN 41), 288 f.

¹⁰⁹ Dieser Ansicht ist auch die Zulassungsstelle der SWX: vgl. deren Erläuterungen zur Bekanntgabe bei kursrelevanten Tatsachen gemäss Art. 72 KR vom November 1996, 19.

¹¹⁰ Botschaft BEHG (FN 106), 1381 f. A.M. V. FISCHER (FN 103), 40 ff. und 136, die den Anlegerschutz von Art. 72 KR als kollektiven Anlegerschutz versteht, der im Funktionsschutz aufgeht.

kursrelevante Tatsachen gemäss den Erfordernissen von Art. 72 KR bekannt zu geben, ist eine aktienrechtliche Verantwortlichkeit der Organe infolge pflichtwidrigen Verhaltens gestützt auf Art. 754 i.V.m. Art. 72 KR denkbar.¹¹¹

Wurden die Aktionäre im Vorfeld der Transaktion nicht alle mit den gleichen Informationen versorgt, ist zudem die Verletzung des aktienrechtlichen Gleichbehandlungsgebots zu prüfen.¹¹²

2.2 Verstoss gegen eine strafrechtliche Norm

Ob bei der Erfüllung eines strafrechtlichen Tatbestands von einer Pflichtverletzung im Sinne von Art. 754 Abs. 1 OR ausgegangen werden kann, ist umstritten und im Wesentlichen davon abhängig, ob der verletzte Straftatbestand den Schutz des Vermögens der Anleger bezweckt.

Haben sich die Organe der Swissfirst durch ihr Verhalten im Sinne des StGB's strafbar gemacht,¹¹³ gilt es demnach festzulegen, ob der konkret verletzte Tatbestand auch dem Schutz der individuellen Vermögensinteressen der Marktteilnehmer dient.¹¹⁴

3. Kausalzusammenhang

Der Schaden muss durch das pflichtwidrige Verhalten des Organs sowohl natürlich wie auch adäquat kausal verursacht worden sein.¹¹⁵ Dabei geht es darum, die Kausalität zwischen jedem einzelnen Schaden und jedem pflichtwidrigen Verhalten jeder einzelnen verantwortlichen Person nachzuweisen.¹¹⁶

4. Verschulden

Das Verschulden setzt sich aus einer subjektiven und einer objektiven Komponente zusammen. Subjektiv ist die Urteilsfähigkeit der verantwortlichen Person gefordert. Hat ein Organ gegen den objektivierten Sorgfaltsmass-

stab verstossen, d.h. hat es nicht diejenige Sorgfalt angewandt, die ein vernünftiger und gewissenhafter Mensch des gleichen Verkehrskreises wie die verantwortliche Person unter den gleichen Umständen angewandt hätte, liegt ein Verschulden vor. Gehaftet wird für jedes Verschulden, auch die leichte Fahrlässigkeit.¹¹⁷

Somit ist zu prüfen, ob das Verhalten dem Organ zum Vorwurf gemacht werden kann. Wird eine Pflichtwidrigkeit bejaht, ist in der Regel auch das Verschulden gegeben.¹¹⁸

¹¹¹ Gl.M. Hsu (FN 19), 283.

¹¹² Art. 717 Abs. 2 OR.

¹¹³ Denkbar sind z.B. Verstösse gegen Art. 161 Ziff. 1 und 2, Art. 161^{bis}, Art. 146 oder Art. 152 StGB.

¹¹⁴ Umstritten ist, ob Art. 161 und Art. 161^{bis} StGB dem Schutz individueller Vermögensinteressen dient: vgl. beispielsweise TRECHSEL (FN 52), Art. 161 N 2; STRATENWERTH/JENNY (FN 58), § 21 N 2; SCHMID/BAUR (FN 77), Art. 161 StGB N 3 und Art. 161^{bis} StGB N 1. Schutznormcharakter hat jedoch Art. 152 StGB: vgl. Hsu (FN 19), 279 und m.w.H. auf die h.L. in FN 1022.

¹¹⁵ Vgl. zum Begriff statt vieler HEINRICH HONSELL, Schweizerisches Haftpflichtrecht, 4. A., Zürich 2005, § 3 N 1 ff.; FOSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 4), § 36 N 91 ff.; HARALD BÄRTSCHI, Verantwortlichkeit im Aktienrecht, Diss. Zürich 2001, 231 f.

¹¹⁶ HANS CASPAR VON DER CRONE/ANTONIO CARONARA/SILVIA HUNZIKER, Aktienrechtliche Verantwortlichkeit und Geschäftsführung, Bibliothek zur Zeitschrift für Schweizerisches Recht, Beiheft 43, Basel/Genf/München 2006, 51.

¹¹⁷ Eingehend zum Verschulden FOSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL (FN 4), § 36 N 75 ff.; BÖCKLI (FN 18), § 18 N 112 ff.; BÄRTSCHI (FN 115), 299 ff.; VON DER CRONE/CARONARA/HUNZIKER (FN 116), 51 ff.

¹¹⁸ BÄRTSCHI (FN 115), 302 f.; BÖCKLI (FN 18), § 18 N 432; VON DER CRONE/CARONARA/HUNZIKER (FN 116), 52.