

Sonderdruck aus

Europa Institut Zürich Band 148

Mergers & Acquisitions XVI

Herausgeber: Rudolf Tschäni

Öffentliche Übernahmen
und das revidierte
Insiderhandelsverbot

Christian Leuenberger
Olivier Thormann

Schulthess §



EuropaInstitut

AN DER UNIVERSITÄT ZÜRICH

Herausgeber:
Rudolf Tschäni

Mergers & Acquisitions XVI

Schulthess § 2014

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Alle Rechte, auch die des Nachdrucks von Auszügen, vorbehalten. Jede Verwertung ist ohne Zustimmung des Verlages unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronische Systeme.

© Schulthess Juristische Medien AG, Zürich · Basel · Genf 2014
ISBN 978-3-7255-6996-0

www.schulthess.com

Inhaltsübersicht

Das neue Rechnungslegungsrecht für den M&A-Anwalt – Auswirkungen auf private Aktien- oder Unternehmenskäufe	7
<i>Prof. Dr. Rolf Watter, Rechtsanwalt, Bär & Karrer AG, Zürich, Titularprofessor für Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich, und Dr. David P. Henry, Rechtsanwalt, Bär & Karrer AG, Zürich</i>	
Familieninterne Unternehmensnachfolge und M&A Transaktionen	31
<i>Dr. Ulysses von Salis, Rechtsanwalt, Niederer Kraft & Frey AG, Zürich, und Philipp Haas, Rechtsanwalt, Niederer Kraft & Frey AG, Zürich</i>	
Going Private durch LBO	55
<i>Dr. Rudolf Tschäni, Rechtsanwalt, Lenz & Staehelin, Zürich, und Hans-Jakob Diem, Rechtsanwalt, Lenz & Staehelin, Zürich</i>	
<i>Pacta sunt servanda</i> – von der Realerfüllung des Unternehmens- kaufvertrags und deren prozessualer Durchsetzung	115
<i>Dr. Heinz Schärer, Rechtsanwalt, Homburger, Zürich, und Dr. Balz Gross, Rechtsanwalt, Homburger, Zürich</i>	
Asiatische Investoren in M&A-Transaktionen	173
<i>Dr. Rolf Bachmann, Managing Director, Lazard, Zürich, und Ralph Pletscher, Analyst, Lazard, Zürich</i>	
Öffentliche Übernahmen und das revidierte Insiderhandelsverbot	201
<i>Dr. Christian Leuenberger, Rechtsanwalt, Pestalozzi Rechtsanwälte AG, Zürich, und Dr. Olivier Thormann, Leitender Staatsanwalt, Bundesanwaltschaft Bern, Lehrbeauftragter der Universität Freiburg</i>	
Steuerfolgen Unternehmenskauf und -verkauf	257
<i>Prof. Dr. Pascal Hinny, Rechtsanwalt, Lenz & Staehelin, Zürich, ordentlicher Professor für Steuerrecht an der Universität Freiburg</i>	
Manager und leitende Angestellte in privaten M&A-Prozessen	301
<i>PD Dr. Urs Schenker, Rechtsanwalt, Baker & McKenzie, Zürich</i>	

Öffentliche Übernahmen und das revidierte Insiderhandelsverbot

Christian Leuenberger/Olivier Thormann*

Inhalt

I.	Einleitung.....	203
II.	Ziele und Eckpunkte der Revision des Insiderhandelsverbots	204
	1. Überführung der Strafnorm aus dem Strafgesetzbuch ins Börsengesetz	205
	2. Ausdehnung des Täterkreises/Einschränkung des geschützten Rechtsguts	206
	3. Präzisierung des Tatbestands in verschiedenster Hinsicht	207
	4. Schaffung eines qualifizierten, als Verbrechen ausgestalteten Straftatbestands.....	208
	5. Übertragung der Strafverfolgungskompetenz von den kantonalen Behörden auf die Bundesanwaltschaft und das Bundesstrafgericht	209
	6. Schaffung eines allgemeinen aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbots	209
III.	Überblick über das Normengeflecht des revidierten Insiderhandelsverbots	210
	1. Änderungen im Börsengesetz	210
	2. Änderungen in der Börsenverordnung.....	211
	3. Revision des FINMA-Rundschreibens (Marktverhaltensregeln).....	213
IV.	Übersicht über die einzelnen Tatbestandselemente des revidierten Insiderhandelsverbots	216
	1. Täterkreis.....	216
	2. Tatobjekt.....	219
	a) Information.....	220
	b) Vertraulichkeit.....	220
	c) Kursrelevanz.....	221
	3. Tathandlung.....	223
	4. Kausalzusammenhang	224
	5. Taterfolg	225
	6. Subjektiver Tatbestand	225
	7. Exkurs: Das Zusammenspiel zwischen aufsichtsrechtlichem und strafrechtlichem Insiderhandelsverbot	226

* Olivier Thormann vertritt hier seine persönliche Meinung und nicht diejenige der Bundesanwaltschaft. Er dankt Cédric Remund, ass. Staatsanwalt, für die wertvolle Unterstützung.

V.	Das revidierte Insiderhandelsverbot in Übernahme-situationen.....	228
1.	Der Modellfall	228
2.	Vorfrage: Übernahmeplan als Insiderinformation	229
a)	Information.....	230
aa)	Erfassung unternehmensexterner Sachverhalte	230
bb)	Erfordernis hinreichender Eintretenswahrscheinlichkeit?	232
b)	Vertraulichkeit und Kursrelevanz.....	234
3.	Aufbau einer Position	235
a)	Sachverhalt	235
b)	Subsumption unter das Insiderhandelsverbot	235
c)	Ausnahme „Niemand kann sein eigener Insider sein“	236
d)	Fazit.....	237
4.	Die Einschaltung von M&A-Beratern	238
a)	Sachverhalt.....	238
b)	Subsumption unter das Insiderhandelsverbot	238
c)	Die Ausnahme der zulässigen Mitteilung gemäss Art. 55g lit. a und b BEHV	239
d)	Fazit.....	239
5.	Kontaktaufnahme mit dem Ankeraktionär.....	240
a)	Sachverhalt	240
b)	Subsumption unter das Insiderhandelsverbot	240
c)	Die Ausnahme der zulässigen Mitteilung gemäss Art. 55g lit. b BEHV	241
d)	Fazit.....	242
6.	Verteidigungsmöglichkeiten des kontaktierten Ankeraktionärs?.....	242
a)	Sachverhalt	242
b)	Subsumption unter das Insiderhandelsverbot	243
aa)	Mitteilung des Übernahmeplans an einen potentiellen White Knight oder an die Zielgesellschaft.....	243
bb)	Information der Öffentlichkeit	244
c)	Anwendung der Ausnahme der zulässigen Mitteilung gemäss Art. 55g lit. b BEHV.....	245
aa)	Mitteilung an den White Knight.....	245
bb)	Mitteilung an die Zielgesellschaft	246
d)	Fazit.....	246
7.	Kontaktaufnahme mit der Zielgesellschaft	247
a)	Sachverhalt	247
b)	Subsumption unter das Insiderhandelsverbot und Anwendung von Ausnahmen.....	247
aa)	Mitteilung des Übernahmeplans an die Zielgesellschaft	247
bb)	Einschränkungen im Zusammenhang mit Aktienrückkäufen?	248
aaa)	Rückkauf ausserhalb eines Rückkaufprogramms.....	249
bbb)	Rückkauf über Rückkaufprogramm	249
ccc)	Rückkauf über „blindes“ Rückkaufprogramm	249
cc)	Einschränkungen für die potentielle Anbieterin.....	250
c)	Fazit.....	251

8. Mitteilung bzw. Kenntnisnahme von Insiderinformationen im Rahmen der <i>Due Diligence</i> Prüfung	251
a) Sachverhalt	251
b) Subsumption unter das Insiderhandelsverbot und Anwendung von Ausnahmen	252
aa) Mitteilung von Insiderinformationen im Rahmen der <i>Due Diligence</i>	252
bb) Einschränkungen für die Anbieterin aufgrund mitgeteilter Insiderinformationen	254
c) Fazit	255
VI. Konklusion	255

I. Einleitung

Die am 1. Mai 2013 in Kraft getretene Revision des Insiderhandelsverbots wurde insbesondere von jenen Anwälten, die im Rahmen von öffentlichen Kaufangeboten gemäss Art. 2 lit. e BEHG (sog. öffentliche Übernahmen) die insiderrechtliche Beratung übernehmen, mit Spannung und Zuversicht erwartet. Denn diese Beratung stellte im Zusammenhang mit dem alten Insiderhandelsverbot gemäss Art. 161 aStGB eine Herausforderung dar: Die Gesetzesbestimmung war in verschiedener Hinsicht unklar konzipiert und der Anwalt konnte mangels gerichtlicher Entscheide und einheitlicher Doktrin in vielen konkreten Fällen nur auf seine eigene Auslegung vertrauen, wobei er sich dabei unvermeidlich in einem grossen, von Rechtsunsicherheit gekennzeichneten Graubereich befand; der Wunsch des Klienten nach einer „Nullrisikoberatung“ konnte häufig nicht erfüllt werden¹. Mit der Revision sollten bekannte Unzulänglichkeiten des Insiderhandelsverbots nun behoben werden. Zudem erhoffte man sich aus den Materialien zur Revision die Beantwortung verschiedener Fragen rund um das Insiderhandelsverbot.

In diesem Beitrag wird das revidierte Insiderhandelsverbot genauer betrachtet. Zunächst werden die Ziele und Eckpunkte der Revision – und in diesem Zug auch die Unzulänglichkeiten des alten Insiderhandelsverbots – darge-

¹ Vgl. auch WATTER ROLF/HOCH MARIEL, Insiderrecht im Beratungsalltag, in: HEINEMANN ANDREAS/HILTY RETO M./NOBEL PETER/SETHE ROLF/ZÄCH ROGER (Hrsg.), Kommunikation, Festschrift für Rolf H. Weber zum 60. Geburtstag, Bern 2011, 373 ff., 373 f. (zit. WATTER/HOCH, Insiderrecht).

stellt (Kapitel II.)². Daran schliesst ein Überblick über das Normengeflecht des revidierten Insiderhandelsverbot (Kapitel III.) und eine Übersicht über die einzelnen Tatbestandselemente (Kapitel IV.). Ziel dieser Kapitel ist es, dem *M&A*-Anwalt, für den die insiderrechtliche Beratung i.d.R. nur einen Nebenschauplatz darstellt, den notwendigen Hintergrund für das Kernstück des Beitrags zu vermitteln, die Anwendung des revidierten Insiderhandelsverbots auf konkrete Übernahmesituationen (Kapitel V.). Ausgehend von einem Modellfall werden verschiedene übernahmetytische Situationen (Aufbau einer Position in der Zielgesellschaft, Einschaltung von *M&A*-Beratern, Kontaktaufnahme mit dem Ankeraktionär und der Zielgesellschaft, *Due Diligence*) aus insiderrechtlicher Sicht analysiert.

Dieser Beitrag zeigt, dass mit der Revision des Insiderhandelsverbots verschiedene „weisse“ Flecken in der Form von *Safe Harbours* in den eingangs genannten Graubereich eingefügt wurden, in denen nun Rechtssicherheit besteht. Allerdings sind die Konturen dieser „weissen“ Flecken allein aufgrund der Normen und Materialien noch unscharf. Dieser Beitrag ist das Ergebnis einer Diskussion zwischen einem spezialisierten Rechtsanwalt und einem zuständigen Staatsanwalt. Er entspricht einem Zwischenstand und beabsichtigt Vorschläge zu machen, wie diese Konturen geschärft werden könnten. Rechtssicherheit wird allerdings die Lehre allein nicht vermitteln können; diesbezüglich bedarf es Entscheidungen der FINMA und der Gerichte.

II. Ziele und Eckpunkte der Revision des Insiderhandelsverbots

Das revidierte Insiderhandelsverbot trat am 1. Mai 2013 als Teil der Revision des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel sowie der ent-

² Die Darstellung in diesem Beitrag beschränkt sich auf die insiderrechtlichen Aspekte. Die mit der Revision des BEHG bzw. der BEHV per 1. Mai 2013 eingeführten Änderungen im Bereich der Markt- bzw. Kursmanipulation und im Übernahmerecht werden ausser Acht gelassen.

sprechenden Verordnung in Kraft (nachfolgend die „Insiderrevision 2013“)³. Erklärtes Ziel der Insiderrevision 2013 war es, die Integrität und die Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Finanzplatzes zu stärken, indem sowohl im Rahmen des Strafrechts, als auch im Rahmen des Aufsichtsrechts Normen geschaffen werden, die marktmissbräuchliche Verhaltensweisen effizient und unter Berücksichtigung internationaler Standards sanktionieren⁴. Mit Blick auf das Insiderhandelsverbot sollte dieses Ziel insbesondere durch die nachfolgend dargestellten Änderungen erreicht werden.

1. Überführung der Strafnorm aus dem Strafgesetzbuch ins Börsengesetz

Begründet wurde die Überführung von Art. 161 aStGB ins BEHG mit dem engen Sachzusammenhang zwischen dem strafrechtlichen Insiderhandelsverbot und dem Börsenwesen. Dabei wurde ins Feld geführt, dass insbesondere die geschützten Rechtsgüter des revidierten Insiderhandelsverbots – die Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und der Anleger-schutz im Sinne der Gewährleistung der Chancengleichheit – mit den Zielen des BEHG übereinstimmen⁵. Hingewiesen wurde auch darauf, dass die Überführung den Rückgriff auf im BEHG definierte Begriffe erlaube (z.B. auf den Begriff „Effekten“ gemäss Art. 2 lit. a BEHG)⁶. Damit wird im Ergebnis eine einheitliche Rechtsauslegung ermöglicht, was der Rechtssicherheit dienlich ist. Eine Überführung ist zudem auch mit Blick auf die Gesetzssystematik sachgerecht, da sich dadurch alle Börsendelikte – Insiderhan-

³ Änderung des Börsengesetzes (Börsengesetz, BEHG) vom 28. September 2012, AS 2013, 1103 ff. sowie Änderung der Börsenverordnung (BEHV) vom 10. April 2013, AS 2013, 1111.

⁴ Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011, BBl 2011, 6873 ff., 6874 (nachfolgend „Botschaft BEHG 2011“).

⁵ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6886 f.

⁶ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6887.

del, Kursmanipulation, Verletzung der Pflicht zur Offenlegung von Beteiligungen und Verletzung der Angebotspflicht – im gleichen Erlass befinden⁷.

2. Ausdehnung des Täterkreises/Einschränkung des geschützten Rechtsguts

In ihrem Bericht vom 29. Januar 2009 hielt die vom EFD gemäss Auftrag des Bundesrats eingesetzte Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch (nachfolgend „Expertenkommission“) fest, dass die Umschreibung des Täterkreises in Art. 161 aStGB zu eng gefasst war⁸.

Nach dem Wortlaut des Gesetzes konnte nur Insider sein, wer Mitglied des Verwaltungsrats, der Geschäftsleitung, der Revisionsstelle oder Beauftragter einer Aktiengesellschaft oder einer sie beherrschenden oder von ihr abhängigen Gesellschaft, Mitglied einer Behörde oder Beamter oder Hilfsperson einer der vorgenannten Personen war (sog. echtes Sonderdelikt)⁹. Wie aus den Materialien zu Art. 161 aStGB hervorgeht, war diese enge Insiderdefinition gewollt und folgte der Idee, dass das Verwertungsverbot durch den privilegierten Zugang zu Insiderinformationen begründet war¹⁰. Die enge Insiderdefinition liess sich mit Blick auf das von Art. 161 aStGB geschützte Rechtsgut der Treuepflicht des Insiders zum Unternehmen rechtfertigen; offensichtlich war aber auch, dass sie den weiteren von Art. 161 aStGB geschützten Rechtsgütern – Sicherstellung der Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts und der Anlegerschutz im Sinne der Gewährleistung der Chancen-

⁷ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6886 f.; REINWALD URS, Änderungen im Börsengesetz, GesKR 2011, 518 ff., 519 f.

⁸ Bericht der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch vom 29. Januar 2009, 42 (nachfolgend „Bericht Expertenkommission 2009“). Zu den (möglichen) Auswirkungen des früher zu eng definierten Täterkreises auch WOHLERS WOLFGANG, Die neue Insiderstrafnorm, GesKR 2013, 345 ff., 346.

⁹ Art. 161 Ziff. 1 aStGB; BSK StGB-PETER CHRISTOPH, Art. 161 N 19. Aktionäre fielen hingegen nicht *per se* unter den Begriff des Insiders (Botschaft BEHG 2011 [FN 4], 6880).

¹⁰ Vgl. die Darstellung bei LEUENBERGER CHRISTIAN, Die materielle kapitalmarktstrafrechtliche Regulierung des Insiderhandels *de lege lata* und *de lege ferenda* in der Schweiz, Diss. Basel, Zürich/St. Gallen 2010, 279 f.

gleichheit – zuwiderlief¹¹. Im Ergebnis schien die enge Insiderdefinition daher nicht sachgerecht¹². Da die Ausgestaltung als Sonderdelikt zudem eine als negativ empfundene Divergenz zum Recht der meisten EU-Mitgliedstaaten darstellte, wurde darin ein Reputationsrisiko für den Finanzplatz Schweiz geortet¹³.

Im Zuge der Insiderrevision 2013 wurde das geschützte Rechtsgut der Treuepflicht des Insiders zum Unternehmen aufgegeben und der Täterkreis ausgedehnt. Im revidierten Insiderhandelsverbot kommt grundsätzlich jede natürlich Person als Täter in Betracht; Sondereigenschaften i.S.v. Art. 161 aStGB sind nicht mehr erforderlich¹⁴.

3. Präzisierung des Tatbestands in verschiedenster Hinsicht

Die Formulierung des Tatbestands des Insiderhandelsverbots in Art. 161 aStGB war in verschiedener Hinsicht lückenhaft konzipiert und formuliert. Aufgrund dieser Lückenhaftigkeit war mit Blick auf das Tatobjekt z.B. umstritten, ob auch Transaktionen mit nicht standardisierten OTC-Produkten, welche sich auf börslich gehandelte Aktien bezogen, vom Insiderhandelsver-

¹¹ LEUENBERGER (FN 10), 280; Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6880.

¹² Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6880.

¹³ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6880. Neben den Insidern erfasste Art. 161 aStGB auch die sog. Tippnehmer, also jene Personen, die eine Insiderinformation von einem Insider unmittelbar oder mittelbar mitgeteilt erhielten und sich oder einem anderen durch Ausnutzen dieser Mitteilung einen Vermögensvorteil verschafften (Art. 161 Ziff. 2 aStGB). Zwar kam grundsätzlich jedermann ausser dem Insider selbst als Tippnehmer in Frage. Wegen des geschützten Rechtsguts der Treuepflicht zum Unternehmen, das der Tippnehmer in aller Regel nicht verletzen konnte, bestand für den Tippnehmer nur eine sog. derivative Strafbarkeit. Demnach konnte der Tippnehmer nur bestraft werden, wenn nachgewiesen werden konnte, dass (i) ein Insider durch die Mitteilung der Insiderinformation seine Treue gegenüber „seinem“ Unternehmen verletzt hatte (m.a.W. selbst den Tatbestand des Insiderhandelsverbots erfüllt hatte) und (ii) der Tippnehmer um diese Verletzung gewusst hatte oder darum hätte wissen müssen (ausführlich LEUENBERGER [FN 10], 309 ff., m.w.H.). In der Praxis stellte dieser Nachweis regelmässig eine unüberwindbare Schwierigkeit dar.

¹⁴ Art. 40 Abs. 1, 3 und 4 BEHG. Vgl. dazu ausführlicher unten, IV.1.

bot erfasst wurden¹⁵. Mit Blick auf die Tathandlung war z.B. unklar, ob die Mitteilung einer blossen Handlungsempfehlung von Art. 161 aStGB erfasst war, wenn diese zwar gestützt auf eine Insiderinformation abgegeben wurde, die Insiderinformation selbst aber nicht mitgeteilt wird¹⁶. Mit Blick auf die entstandenen Unklarheiten sollte die Insiderrevision 2013 durch klarere Konzeption und Formulierung Abhilfe schaffen¹⁷.

4. Schaffung eines qualifizierten, als Verbrechen ausgestalteten Straftatbestands

Um die im Jahr 2003 revidierten Empfehlungen der Groupe d'action financière (GAFI) zur Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung erfüllen zu können sowie um die Ratifizierung des Übereinkommens des Europarats vom 16. Mai 2005 über Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung sowie Ermittlung, Beschlagnahme und Einziehung von Erträgen aus Straftaten zu ermöglichen, sollte durch die Revision ein qualifizierter als Verbrechen ausgestalteter Insiderhandelstatbestand geschaffen werden¹⁸; erst durch die Qualifikation als Verbrechen ist es möglich, den (qualifizierten) Insiderhandel als Vortat zur Geldwäscherei zu erfassen.

Diese Qualifikation führt – aufgrund der höchstrichterlichen Rechtsprechung zur abstrakten doppelten Strafbarkeit im Bereich der Geldwäscherei¹⁹ – dazu, dass bei Vorliegen von Deliktsbeträgen über einer Million Franken, die Geldwäscherei in der Schweiz auch dann strafbar ist, wenn die Vortat Effekten betrifft, welche ausschliesslich an ausländischen Börsen gehandelt werden.

¹⁵ Ausführlich LEUENBERGER (FN 10), 367 ff., m.w.H.

¹⁶ Ausführlich LEUENBERGER (FN 10), 378 f., m.w.H.

¹⁷ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6880 und 6885 f.

¹⁸ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6885.

¹⁹ BGE 136 IV 179, Erw. 2.

5. Übertragung der Strafverfolgungskompetenz von den kantonalen Behörden auf die Bundesanwaltschaft und das Bundesstrafgericht

Die Zuständigkeit zur strafrechtlichen Verfolgung und Beurteilung von Verletzungen des Insiderhandelsverbots oblag den kantonalen Staatsanwaltschaften und Gerichten. Mit der Revision sollte die Zuständigkeit an die Bundesanwaltschaft und das Bundesstrafgericht übertragen werden, um das notwendige Knowhow bei einer Stellen bündeln zu können sowie Doppelspurigkeiten und Ineffizienz zu vermeiden²⁰.

6. Schaffung eines allgemeinen aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbots

Vor der Insiderrevision 2013 gab es in der Schweiz, im Gegensatz zur Europäischen Union, kein allgemein gültiges verwaltungs- bzw. aufsichtsrechtliches Insiderhandelsverbot; ein solches Verbot bestand aufgrund des FINMA-Rundschreibens 08/38 (Marktverhaltensregeln) nur für gewisse Beaufichtigte der FINMA²¹. Damit konnten die Rechtsgüter Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts und Chancengleichheit der Anleger freilich nicht ausreichend geschützt werden. Zudem wurde in der Diskrepanz zum Recht der Europäischen Union ein Reputationsrisiko für den Schweizer Finanzplatz gesehen und es wurde befürchtet, die Diskrepanz könnte einen Vorwand zur Diskriminierung schweizerischer Finanzdienstleistungserbringer in der Europäischen Union bieten²². Mit der Revision wurde daher ein allgemein gültiges aufsichtsrechtliches Verbot für sämtliche Marktteilnehmer eingeführt²³.

²⁰ Bericht Expertenkommission 2009 (FN 8), 29 f.; Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6887. Mit Blick auf die Staatsanwaltschaften wurde bereits vor der Revision insofern eine Zentralisierung angestrebt, als auf Empfehlung der Kommission für organisierte Kriminalität und Wirtschaftskriminalität alle Insidermeldungen schweizweit bei der Zürcher Staatsanwaltschaft III zusammenliefen (vgl. dazu auch LEUENBERGER [FN 10], 1).

²¹ Die FINMA stützte sich dabei auf das Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit gemäss Art. 10 Abs. 1 und 2 lit. c aBEHG.

²² Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6882.

²³ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6888.

III. Überblick über das Normengeflecht des revidierten Insiderhandelsverbots

Die dargestellten Ziele und Änderungen der Revision des Insiderhandelsverbots finden ihren Niederschlag in verschiedenen Erlassen – insbesondere im BEHG, in der BEHV und im FINMA-Rundschreiben „Marktverhalten“. Das revidierte Insiderhandelsverbot besteht mithin aus einem Geflecht von Normen auf verschiedenster Hierarchiestufe. Gleichzeitig gelangt, da es sich um Normen des Nebenstrafrechts handelt, der allgemeine Teil des StGB zur Anwendung (Art. 333 Abs. 1 StGB).

1. Änderungen im Börsengesetz

Wie bereits erwähnt, wurde mit der Insiderrevision 2013 das strafrechtliche Insiderhandelsverbot vom StGB in das BEHG überführt²⁴. Mit anderen Worten wurde Art. 161 StGB gestrichen und durch Art. 40 BEHG ersetzt. Der neu geschaffene Art. 44 BEHG überträgt die Strafverfolgungskompetenz zudem von den Kantonen auf die Bundesanwaltschaft.

Daneben wurde ein neuer Art. 33e BEHG geschaffen, welcher ein allgemeines aufsichtsrechtliches Insiderhandelsverbot statuiert. Mit dieser Bestimmung wird Insiderhandel auf der Ebene des Aufsichtsrechts für sämtliche Marktteilnehmer – also nicht mehr bloss für Effekthändler – verboten. Im Zusammenhang mit dieser Änderung wurde zudem Art. 34 BEHG eingeführt, wonach die FINMA gewisse Aufsichtsinstrumente gemäss FINMAG auf sämtliche Personen, die Art. 33e BEHG verletzen, anwenden kann. Damit wurde die sog. „allgemeine Marktaufsicht der FINMA“ eingeführt.

Mit der Insiderrevision 2013 wurde zudem auch ein neuer Art. 2 lit. f BEHG eingefügt, der den Begriff der Insiderinformation einheitlich sowohl für das aufsichtsrechtliche, wie auch für das strafrechtliche Insiderhandelsverbot definiert.

²⁴ Vgl. oben, Ziff. II.1.

2. Änderungen in der Börsenverordnung

Die BEHV enthält die Ausführungsbestimmungen zum BEHG²⁵. Mit Blick auf das revidierte Insiderhandelsverbot ergänzte der Bundesrat die BEHV um ein Kapitel 5a „Ausnahmen vom Verbot des Insiderhandels und der Marktmanipulation“ bestehend aus den Art. 55a-55g BEHV.

Aus Art. 55a BEHV geht hervor, dass das revidierte Insiderhandelsverbot im BEHG so breit formuliert ist, dass es auch Verhaltensweisen erfasst, die wirtschaftlich gerechtfertigt sind, und entsprechend enthält die BEHV Umschreibung von Ausnahmen, in denen tatbestandsmässiges Verhalten erlaubt ist. Die Aufzählung ist abschliessend; die Ausnahmen gelten absolut und stellen in diesem Sinne sog. *Safe Harbours* dar, in denen keinesfalls eine Verletzung des Insiderhandelsverbots vorliegt²⁶. Zwar beziehen sich die Ausnahmen gemäss Wortlaut nur auf das aufsichtsrechtliche Insiderhandelsverbot, aber über Art. 14 StGB gelten sie auch für das strafrechtliche Insiderhandelsverbot²⁷.

Art. 55b BEHV definiert eine Ausnahme für den Rückkauf eigener Beteiligungspapiere, die materiell weitgehend der Regelung des FINMA-Rundschreibens 2008/38 (Marktverhaltensregeln) entspricht, wonach der Rückkauf eigener Effekten im Rahmen eines Rückkaufprogramms gemäss dem Rundschreiben Nr. 1 der Übernahmekommission als zulässig bezeichnete wurde²⁸. Grundsätzlich ist für die Anwendbarkeit der Ausnahme vorausge-

²⁵ Erläuterungsbericht zur Änderung der Börsenverordnung, Umsetzung der Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch), abrufbar unter: <<http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/30237.pdf>> (zuletzt besucht am 29. Oktober 2013), 2 (nachfolgend „Erläuterungsbericht BEHV 2013“).

²⁶ Dies im Unterschied zum FINMA-Rundschreiben 08/38 (Marktverhalten), in dem die zulässigen Effektengeschäfte und Verhaltensweisen als sog. *Accepted Market Practices* ausgestaltet waren, die bloss die Vermutung begründeten, dass eine bestimmte Verhaltensweise rechtmässig war, wobei der Gegenbeweis zulässig war (Erläuterungsbericht BEHV 2013 [FN 25], 4).

²⁷ Erläuterungsbericht BEHV 2013 (FN 25), 4.

²⁸ Vgl. FINMA-Rundschreibens 2008/38 (Marktverhaltensregeln), Rz. 21 und 33. Der Vollständigkeit halber sei darauf hingewiesen, dass Art. 55b BEHV die Rückkäufe eigener Beteiligungspapiere im Rahmen von öffentlichen Rückkaufangeboten nicht

setzt, dass der Rückkauf im Rahmen eines öffentlichen Rückkaufangebots (sog. Rückkaufprogramm) erfolgt. Zudem müssen weitere Voraussetzungen hinsichtlich Dauer, Rückkaufvolumen, Rückkaufpreis, Inhalt des Rückkaufinstruments und Meldung an die Börse erfüllt sein, wobei für die konkreten Voraussetzungen zu unterscheiden ist, ob der Rückkauf „zum Marktpreis“ oder „zum Festpreis oder durch die Ausgabe von Put-Optionen“ erfolgt²⁹.

Schliesslich kommt die Ausnahme nur dann zum Tragen, wenn die sog. *Black-out-Perioden* (d.h. Sperrzeiten, während denen die Emittentin typischerweise über Insiderinformationen verfügt) gemäss Art. 55c BEHV beachtet werden³⁰.

Als solche gelten:

- Zeit, während der die Emittentin die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache gemäss den Bestimmungen der Börse aufschiebt.
- Während zehn Börsentagen vor der öffentlichen Bekanntgabe von Finanzergebnissen.
- Mehr als neun Monate nach dem Stichtag des letzten veröffentlichten konsolidierten Abschlusses.

Gemäss Art. 55c BEHV gelangt die Ausnahme für den Rückkauf eigener Beteiligungspapiere nicht zur Anwendung, wenn der Rückkauf während der

allumfassend regelt, sondern nur unter dem Aspekt des Marktmissbrauchs. Die Bestimmungen des Übernahmerechts, einschliesslich des UEK-Rundschreibens Nr. 1 „Rückkaufprogramme“, werden in diesem Bereich anwendbar bleiben. Das UEK-Rundschreiben Nr. 1 „Rückkaufprogramme“ wurde im Zuge der Insiderrevision 2013 von der Übernahmekommission (nachfolgend „UEK“) umfassend revidiert. Insbesondere wurden die Bestimmungen betreffend Marktmissbrauch gestrichen bzw. durch einen Verweis auf die BEHV ersetzt. Damit gibt es keine Überschneidungen zwischen den Regelungen des UEK-Rundschreibens Nr. 1 „Rückkaufprogramme“ und der BEHV. Die Zuständigkeiten sind in diesem Zusammenhang zwischen der UEK und der FINMA aufgeteilt (vgl. Erläuterungsbericht BEHV 2013 [FN 25], 5).

²⁹ Art. 55b BEHV.

³⁰ Erläuterungsbericht BEHV 2013 (FN 25), 5.

Black-out-Perioden angekündigt oder vorgenommen wird³¹. Im Ergebnis ist bei solchen Konstellationen das Insiderhandelsverbot anwendbar und entsprechend zu beachten.

Art. 55e BEHV definiert eine Ausnahme für Effktengeschäfte, die die Preisstabilisierung nach einem *Public Placement* bezwecken, sofern diese bestimmte Anforderungen in zeitlicher Hinsicht sowie hinsichtlich Kaufpreis und Meldung an die Börse erfüllen.

Art. 55f BEHV sieht weitere Ausnahmen vor. Einerseits wird die Ausnahme „Niemand kann sein eigener Insider sein“ definiert (vgl. dazu nachfolgend Ziff. V.3.c). Andererseits ist eine generelle Ausnahme für Effktengeschäfte von Bund, Kantonen, Gemeinden und der SNB vorgesehen, sofern diese nicht zu Anlagezwecken erfolgen.

Im Sinne einer Vorverlegung des Rechtsgüterschutzes der Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes und der Chancengleichheit der Marktteilnehmer hat der Gesetzgeber bereits die durch die Mitteilung einer Insiderinformation entstehende Gefährdung als unzulässig erklärt³². In diesem Zusammenhang bestimmt Art. 55g BEHV im Sinne einer Ausnahme, in welchen Fällen die Mitteilung von Insiderinformationen doch zulässig ist. Auch diese Ausnahme ist im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen äusserst relevant.

3. Revision des FINMA-Rundschreibens (Marktverhaltensregeln)

Der Erläuterungsbericht BEHV 2013 stellt klar, dass – anders als im Zusammenhang mit den *Safe Harbours* – Verhaltensweisen, die nicht unter das

³¹ Vorbehalt bleibt gemäss Art. 55c Abs. 2 BEHV jedoch der Rückkauf zum Marktpreis (i) durch eine Effektenhändlerin, die vor der Eröffnung des Rückkaufprogramms beauftragt wurde und ihre Entscheide ohne Beeinflussung durch die Emittentin innerhalb der von dieser vorgegebenen Parameter trifft und (ii) durch eine Handelseinheit, die mit Informationsbarrieren geschützt wird, sofern es sich bei der Emittentin um eine Effektenhändlerin handelt.

³² Dies war gemäss Lehre nicht zwingend notwendig, da sich die Frage stellt, inwiefern die bloss (z.B. vertrauliche) Mitteilung der Insiderinformation die beiden geschützten Rechtsgüter verletzt. Gefordert wird dort eine Berührung mit dem Finanzmarkt durch das Erfüllen der Tatbestandsvariante des Ausnützens (d.h. Art. 33e Abs. 1 lit. a und Art. 40 Abs. 1 lit. a BEHG). Vgl. zum Ganzen ausführlich LEUENBERGER (FN 10), 442 f.

Insiderhandelsverbot fallen, in der BEHV nicht erwähnt werden, weil sie ohne weiteres zulässig sind³³. Dabei verkennt der Erläuterungsbericht BEHV 2013 nicht, dass (insbesondere vor dem Hintergrund einer fehlenden Gerichtspraxis) umfassende *Guidelines* der Rechtssicherheit zuträglich sind³⁴. Jedoch geht er davon aus, dass die FINMA diese *Guidelines* erstellt, indem sie im FINMA-Rundschreiben Marktverhalten „beispielhaft zulässige und unzulässige Verhaltensweisen im Rahmen des Effektenhandels umschreiben“ wird³⁵. Das totalrevidierte FINMA-Rundschreiben 2013/08 Marktverhaltensregeln (nachfolgend „FINMA-RS 2013/08“), welches auf den 1. Oktober 2013 in Kraft getreten ist, hat einige unzulässige Tathandlungen näher präzisiert und allgemein festgehalten, dass bei fehlendem Kausalzusammenhang zwischen der Information und dem Effektengeschäft kein Ausnützen vorliegt; hingegen enthält es keine beispielhafte Aufzählung zulässiger Verhaltensweisen im Zusammenhang mit dem Insiderhandelsverbot.

Das FINMA-RS 2013/08, welches nach seiner Zweckbestimmung u.a. das Insiderhandelsverbot gemäss BEHG und BEHV konkretisiert, besteht aus einem Teil, der auf sämtliche Marktteilnehmer anwendbar ist, sowie einem Teil, der spezifische Vorschriften für bestimmte Marktteilnehmer (z.B. Ban-

³³ Erläuterungsbericht BEHV 2013 (FN 25), 3. Als Beispiel nennt der Erläuterungsbericht BEHV 2013 diesbezüglich u.a. die Durchführung eines Effektengeschäftes in Kenntnis einer Insiderinformation, ohne dass diese Kenntnis aber einen Einfluss auf das Effektengeschäft hat (z.B. die Weiterführung einer Anlagestrategie, die ohne Kenntnis von Insiderinformationen festgelegt wurde). Mit anderen Worten fehlt es an der erforderlichen Kausalität zwischen der Kenntnis der Insiderinformation und der Tathandlung.

³⁴ Erläuterungsbericht BEHV 2013 (FN 25), 4.

³⁵ Der Erläuterungsbericht BEHV 2013 begründet seine Erwartungshaltung in diesem Zusammenhang damit, dass eine solch beispielhafte Aufzählung in der Börsenverordnung nie abschliessend sein könnte und damit die Gefahr von ungerechtfertigten Umkehrschlüssen mit sich bringen würde, wenig flexibel wäre und dem generell-abstrakten Charakter einer Verordnung zuwiderlaufen würde (Erläuterungsbericht BEHV 2013 [FN 25], 4).

ken, Versicherungen, Effekthändler, Fondsleitungen) enthält³⁶. Auf Letzteren wird im vorliegenden Zusammenhang nicht weiter eingegangen³⁷.

Kapitel III. des FINMA-RS 2013/08, welches auf alle Marktteilnehmer anwendbar ist, umschreibt den Begriff der Insiderinformation gemäss Art. 2 lit. f BEHG genauer. Diese Umschreibung ist im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen äusserst relevant und wird daher im besonderen Teil vertieft³⁸.

Kapitel IV. des FINMA-RS 2013/08 präzisiert das Insiderhandelsverbot in verschiedener Hinsicht. Es wird klargestellt, dass (i) auch der Einsatz von nicht standardisierten OTC-Produkten unter das Insiderhandelsverbot fällt, (ii) es unerheblich ist, ob eine Transaktion über eine Börse, eine börsenähnliche Einrichtung oder ausserhalb derselben getätigt wird, (iii) es unerheblich ist, ob Finanzinstrumente in der Schweiz oder im Ausland gehandelt werden, sofern sie von Effekten abgeleitet sind, die an einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zugelassen sind³⁹. Es wird zudem festgehalten, dass bei fehlendem Kausalzusammenhang zwischen der Kenntnisnahme der Insiderinformation und der Tathandlung der Tatbestand des Ausnützens nicht erfüllt ist und dass auch das Stornieren eines Handelsauftrags als Ausnützen zu qualifizieren ist⁴⁰. Schliesslich wird klargestellt, dass auch das sog. *Scalping* unter das Insiderhandelsverbot fällt, sofern die Empfehlung geeignet ist, den Kurs der Effekte i.S.v. Art. 2 lit. f BEHG erheblich zu beeinflussen⁴¹.

³⁶ Vgl. Ziff. 4.2 und 4.3 des FINMA-Erläuterungsbericht (Totalrevision des FINMA-RS 08/38).

³⁷ Vgl. dazu Kap. VI. und VII FINMA-RS 08/38.

³⁸ Vgl. IV.2. unten.

³⁹ Vgl. auch Ziff. 4.5 des FINMA-Erläuterungsberichts (Totalrevision des FINMA-RS 08/38).

⁴⁰ FINMA-RS 2013/08, Rz. 13 f.

⁴¹ FINMA-RS 2013/08, Rz. 15.

IV. Übersicht über die einzelnen Tatbestandselemente des revidierten Insiderhandelsverbots

Durch die Revision haben Täterkreis, Tatobjekt und Tathandlung grundlegende Änderungen erfahren; die anderen Tatbestandselemente des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots – Kausalzusammenhang, Taterfolg und der subjektive Tatbestand – sind grundsätzlich gleich geblieben. Das neu eingeführte aufsichtsrechtliche Insiderhandelsverbot unterscheidet sich vom strafrechtlichen mit Blick auf die Tatbestandselemente Täterkreis, Taterfolg und subjektiver Tatbestand.

1. Täterkreis

Entsprechend der Zielsetzung der Insiderrevision 2013 wurde der als zu eng empfundene Täterkreis des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots ausgedehnt⁴². Neu kommt grundsätzlich jede natürliche Person als Insider in Frage; jedoch wird – ohne dass dies mit Blick auf die geschützten Rechtsgüter als gerechtfertigt erscheint⁴³ – zwischen Primär-, Sekundär- und Zufallsinsidern unterschieden:

⁴² Vgl. dazu oben, II.2.

⁴³ Die Unterscheidung erfolgt mit Blick auf die Schwere der Sanktion und die möglichen Tatbestandsvarianten. Dabei hängt die Schwere der Strafe „davon ab, aus welchem Grund eine Person Kenntnis einer Insiderinformation hat“ (Botschaft BEHG 2011 [FN 4], 6904). Diese Begründung macht mit Blick auf die geschützten Rechtsgüter – Chancengleichheit der Marktteilnehmer und Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts – nur sehr bedingt Sinn. Die beiden Rechtsgüter sind aufgrund der Herkunft der Insiderinformation weder mehr noch weniger beeinträchtigt; aus welchem Grund eine Person Kenntnis einer Insiderinformation hat, ist m.a.W. irrelevant. Einzig der Umstand, dass nur ein Primärinsider definitionsgemäss ursprünglich die Gefährdung für den Markt geschaffen haben kann, rechtfertigt eine Unterscheidung; dies könnte aber im Rahmen der Verschuldens- und Strafzumessung bei gleichem Strafrahmen berücksichtigt werden. Vielmehr scheint, dass über dieses Unterscheidungskriterium das eigentlich abgeschaffte Rechtsgut der Treuepflicht zum Unternehmen zumindest analog herangezogen wird. Dies geht aus dem Bericht der Expertenkommission 2009 hervor: „Weil diese Person [der Zufallsinsider] aber keine besonderen Loyalitätspflichten gegenüber demjenigen hat, von dem er die Information irrtümlich erhalten hat, ist [...] der deutlich abgemilderte Strafrah-

- Als *Primärinsider* gelten einerseits jene Personen, die Organe oder Mitglieder eines Leitungs- oder Aufsichtsorgans eines Emittenten (oder einer den Emittenten beherrschenden oder von ihm beherrschten Gesellschaft) sind – bei Aktiengesellschaften also die Mitglieder des Verwaltungsrats, der Geschäftsleitung oder der Revisionsstelle sowie auch faktische Organe – (sog. Organinsider)⁴⁴ und andererseits jene Personen, die aufgrund ihrer Beteiligung oder aufgrund ihrer Tätigkeit bestimmungsgemäss Zugang zu Insiderinformationen hat (sog. Funktionsinsider)⁴⁵. Zur zweiten Gruppe der Funktionsinsider zählen insbesondere Berater (z.B. Rechtsanwälte, M&A-Berater), Hilfspersonen ohne Organfunktion, die jedoch aufgrund ihrer Tätigkeit Zugang zu Insiderinformationen haben (typischerweise z.B. Mitarbeiter der Rechts- bzw. M&A-Abteilung; aber auch Sekretäre, Assistenten, etc., sofern sie aufgrund ihrer Tätigkeit Zugang zu Insiderinformationen haben), sowie Beamte und Behördenmitglieder mit entsprechendem Informationszugang (z.B. Mitarbeiter der UEK oder FINMA)⁴⁶.

men gerechtfertigt“ (Bericht Expertenkommission 2009 [FN 8], 46). Diese Unterscheidung provoziert zudem neue Unklarheiten (z.B. weshalb die Beteiligung an einer Gesellschaft ohne faktische Organfunktion eine Qualifikation als Primärinsider rechtfertigt; eine Loyalitätspflicht besteht nach schweizerischem Recht jedenfalls aufgrund der Aktionärsstellung nicht). Vgl. die entsprechende Kritik bei LEUENBERGER (FN 10), 434 f.

⁴⁴ Zwar scheint ein funktionaler Zusammenhang zwischen Tätigkeit und Zugang zur Insiderinformation auch bei Organen erforderlich; dieser liegt aber nach zutreffender Lehrmeinung in aller Regel definitionsgemäss vor (WOHLERS [FN 8], 349; ähnlich: KOENIG DANIELA, Das Verbot von Insiderhandel: eine rechtsvergleichende Analyse des schweizerischen Rechts und der Regelungen der USA und der EU, Zürich 2006, 126 und LEUENBERGER, (FN 10) 284.

⁴⁵ Art. 40 Abs. 1 BEHG. Unter Art. 161 aStGB war die Erfassung der faktischen Organe insbesondere relevant, um Haupt- oder Alleinaktionäre in den Täterkreis aufnehmen zu können. Mit Blick auf Art. 40 Abs. 1 BEHG ist diese Relevanz insofern geschwunden, als Aktionäre unabhängig davon, ob sie als faktische Organe agieren, als Primärinsider qualifizieren, sofern sie aufgrund ihrer Beteiligung bestimmungsgemäss Zugang zu Insiderinformationen haben (vgl. auch WOHLERS (FN 8), 348.

⁴⁶ Der funktionale Zusammenhang zwischen der Tätigkeit der Person und dem Zugang zur Insiderinformation, der für eine Qualifikation als Primärinsider erforderlich ist, ist dann nicht gegeben, wenn die Insiderinformation der Person zwar bei

- *Sekundärinsider* ist, wer eine Insiderinformation von einem Primärinsider (gezielt⁴⁷) mitgeteilt erhält (z.B. wenn der potentiellen Anbieterin im Rahmen einer Übernahmeverhandlung Insiderinformationen aus der Zielgesellschaft offengelegt werden und sie diese ausnützt⁴⁸) oder wer sich eine Insiderinformation durch ein Verbrechen oder Vergehen verschafft hat⁴⁹.
- Als *Zufallsinsider* gelten weiter alle Personen, die weder Primär- noch Sekundärinsider sind. Insbesondere also z.B. unbeteiligte Personen, die zufällig eine Unterhaltung von zwei sich ungestört glaubenden Primärinsidern mithören, und so eine Insiderinformation erhalten, aber auch Hilfspersonen von Organinsidern, bei denen kein funktionaler Zusammenhang zwischen Tätigkeit und Zugang zur Insiderinformation besteht⁵⁰. In der Praxis dürfte Art. 40 Abs. 4 BEHG insbesondere auch in jenen Konstellationen relevant werden, in denen die gezielte Mitteilung durch einen Primärinsider oder die deliktische Erlangung der Insiderin-

der Ausübung ihrer Tätigkeit zugeht, dieser Zugang aber für die Tätigkeit untypisch ist (z.B. das Reinigungskraft, die bei Aufräumarbeiten Dokumente findet, welche Insiderinformationen erhalten). Vgl. zum Ganzen auch Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6905; KOENIG DANIELA, Umfassende Revision des Insiderverbots, Jusletter 19. April 2010, Rz. 3 ff.; WOHLERS (FN 8), 348 f.; REINWALD (FN 7), 520.

⁴⁷ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6905.

⁴⁸ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6905.

⁴⁹ Art. 40 Abs. 3 BEHG. Der Sekundärinsider erfasst mithin auch den Tippnehmer gemäss Art. 161 aStGB, denn auch als Tippnehmer gemäss Art. 161 aStGB kam grundsätzlich jedermann ausser dem Insider selbst in Frage. Mit Blick auf die Strafbarkeit besteht freilich ein bedeutender Unterschied. Weil der Tippnehmer gemäss Art. 161 aStGB das geschützte Rechtsgut der Treuepflicht zum Unternehmen in aller Regel nicht verletzen konnte, bestand für ihn nur eine sog. derivative Strafbarkeit. Dies bedeutet, dass der Tippnehmer nur bestraft werden konnte, wenn nachgewiesen werden konnte, dass (i) ein Insider durch die Mitteilung der Insiderinformation seine Treuepflicht gegenüber „seinem“ Unternehmen verletzt hatte und (ii) der Tippnehmer um diese Verletzung bei Begehung der Tat wusste oder darum hätte wissen müssen (vgl. dazu Leuenberger [FN 10], 309 ff.). Dieses Erfordernis besteht hinsichtlich der Strafbarkeit des Sekundärinsiders nicht; seine Strafbarkeit ist keine derivative. Kann allerdings der Nachweis nicht erbracht werden, dass eine Person gezielt von einem Primärinsider informiert wurde, so kommt nur eine Bestrafung nach Art. 40 Abs. 4 BEHG in Betracht (vgl. WOHLERS [FN 8], 350).

⁵⁰ Art. 40 Abs. 4 BEHG. Vgl. dazu auch FN 46 oben.

formation (und mithin die daraus sich ergebende Qualifikation als Sekundärinsider) nicht nachgewiesen werden kann⁵¹.

Allen diesen Insiderkategorien ist es untersagt, sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil zu verschaffen, indem sie eine Insiderinformation für ein Effektengeschäft ausnützen; wobei als Effektengeschäft der Erwerb oder die Veräusserung von Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, oder der Einsatz daraus abgeleiteter Finanzinstrumente gelten⁵². Dem Primärinsider ist es zudem untersagt, die Insiderinformation einem anderen mitzuteilen oder eine Handlungsempfehlung abzugeben⁵³.

Das aufsichtsrechtliche Insiderhandelsverbot macht keine Unterscheidung zwischen verschiedenen Kategorien von Insidern⁵⁴. Aufsichtsrechtlich ist mithin jeder Person verboten, was strafrechtlich dem Primärinsider verboten ist⁵⁵. Im Gegensatz zum strafrechtlichen Insiderhandelsverbot richtet sich das aufsichtsrechtliche Verbot neben natürlichen auch an juristische Personen.

2. Tatobjekt

Tatobjekt bilden sowohl im strafrechtlichen, als auch im aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbot Insiderinformationen gemäss Art. 2 lit. f. BEHG. Dies sind vertrauliche Informationen, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs von Effekten, die an einer schweizerischen Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, erheblich zu beeinflussen⁵⁶. Mithin setzt sich die Insiderinformation aus drei Elementen zusammen: „Information“, „Vertraulichkeit“ und „Kursrelevanz“.

⁵¹ WOHLERS (FN 8), 350.

⁵² Art. 40 Abs. 1 lit. a und Art. 40 Abs. 3 und 4 BEHG; FINMA-RS 2013/08, Rz. 12.

⁵³ Art. 40 Abs. 1 lit. b und c BEHG.

⁵⁴ Art. 33e Abs. 1 BEHG

⁵⁵ Art. 33e Abs. 1 BEHG

⁵⁶ Art. 2 lit. f BEHG

a) *Information*

Während Art. 161 aStGB für die Umschreibung des Tatobjekts noch auf eine „Tatsache“ abstellte, knüpft das revidierte Insiderhandelsverbot an den Begriff „Information“ an. Zwar sollte mit dieser Änderungen gemäss Botschaft BEHG 2011 keine inhaltliche Änderung erfolgen, jedoch dürfte sich nun die Diskussion, ob bei der Auslegung des Begriffs der Insidertatsache auf den Tatsachenbegriff, wie er zum Betrugstatbestand entwickelt wurde, abzustellen ist, erledigt haben⁵⁷. Diskutiert wird im Zusammenhang mit dem Begriff der Insiderinformation (insbesondere auch mit Blick auf Übernahmesituationen bzw. Übernahmeplänen), ob dieser neben unternehmensinternen auch unternehmensexterne Sachverhalte erfasst⁵⁸ und ob die Qualifikation von Plänen als Information eine „hinreichende Eintretenswahrscheinlichkeit“ erfordert⁵⁹.

b) *Vertraulichkeit*

Gemäss FINMA-RS 2013/08 ist eine Information „vertraulich, wenn sie nicht allgemein, sondern nur einem bestimmte Personenkreis zugänglich ist. Eine Information gilt als öffentlich, wenn sie von einem unbeteiligten Dritten aufgrund allgemein zugänglicher Quellen erlangt werden kann“⁶⁰.

Das Erfordernis der Vertraulichkeit ist dabei u.E. mit Blick auf das Erfordernis der Kursrelevanz auszulegen. Namentlich setzt Kursrelevanz diesbezüglich voraus, dass eine Information noch nicht in den Börsenkurs einer Effek-

⁵⁷ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6899; WOHLERS (FN 8), 350, m.w.H.

⁵⁸ Vgl. auch IV.2.a) unten. Vgl. zur Diskussion, ob unternehmensexterne Sachverhalte vom Begriff der Insiderinformation gemäss Art. 2 lit. f BEHG erfasst sein können, auch WATTER ROLF/HOCH MARIEL, Ist Frontrunning Insiderhandel?, GesKR 2012, 501 ff., 503 (zit. WATTER/HOCH, Frontrunning).

⁵⁹ Vgl. dazu IV.2.a) unten. Vgl. zur Diskussion, ob die Qualifikation eines Plans als Information eine hinreichende Eintretenswahrscheinlichkeit erfordert (ablehnend) LEUENBERGER (FN 10), 344 ff. und (befürwortend) WATTER/HOCH, Insiderrecht (FN 1), 380 f.

⁶⁰ FINMA-RS 2013/08, Rz. 9.

te eingepreist ist⁶¹. Mithin sollte das Erfordernis der Vertraulichkeit solange als erfüllt gelten, bis die Information – unabhängig von der Art der Veröffentlichung – im Börsenkurs reflektiert ist⁶². Mangels vollkommener Informationseffizienz liegen die Zeitpunkte der „Veröffentlichung“ und der „Einpreisung im Kurs“ in aller Regel auseinander. Dies geht aus dem Wortlaut des FINMA-RS 2013/08 nicht (mehr) explizit hervor⁶³, muss u.E. allerdings trotzdem gelten. Ansonsten wäre es dem Insider erlaubt, eine Insiderinformation wenige Sekunden nach deren Veröffentlichung – aber vor deren Einpreisung im Kurs – auszunützen⁶⁴.

c) *Kursrelevanz*

Gemäss dem FINMA-RS 2013/08 ist die Kursrelevanz „im Einzelfall anhand der Frage zu beurteilen, ob die Information das Anlageverhalten eines verständigen und mit dem Markt vertrauten Marktteilnehmers zu beeinflussen vermag. Die Beurteilung der Erheblichkeit basiert grundsätzlich auf der Marktsituation vor Bekanntwerden der Information“⁶⁵.

Damit übernimmt die FINMA den *Reasonable Investor Test*, wie er in den USA im Zusammenhang mit der Rule 10b-5 verwendet wird und wie er sich auch aus der EU-Durchführungsrichtlinie zur Marktmissbrauchsrichtlinie ergibt⁶⁶. Unseres Erachtens ist das Erfordernis der Kursrelevanz erfüllt, wenn ein verständiger und mit dem Markt vertrauter Marktteilnehmer die Informa-

⁶¹ LEUENBERGER (FN 10), 355 ff.

⁶² LEUENBERGER (FN 10), 439; KOENIG (FN 44), 171, spricht von einer angemessenen Reaktionszeit.

⁶³ Im Anhörungsentwurf des FINMA-RS Marktverhaltensregeln wurde dieser Unterschied noch herausgestrichen: „Wurde die eine Information in den Medien oder über die in der Finanzbranche üblichen Informationskanäle veröffentlicht und verarbeitet oder wird sie von derartig veröffentlichten oder verarbeiteten Informationen abgeleitet, so gilt sie als allgemein zugänglich“ (Anhörungsentwurf des FINMA-RS Marktverhaltensregeln, Rz. 7).

⁶⁴ LEUENBERGER (FN 10), 356.

⁶⁵ FINMA-RS 2013/08, Rz. 8.

⁶⁶ WOHLERS (FN 8), 353; LEUENBERGER (FN 10), 349 ff.

tion mit erheblicher Wahrscheinlichkeit als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidung nutzen würde⁶⁷.

Die von der FINMA vorgenommene Präzisierung ist eine wertvolle Auslegungshilfe, welche ihrerseits weiter ausgelegt werden kann. In diesem Sinne ist der *Reasonable Investor Test* u.E. um den *Probability Magnitude Test* zu ergänzen. Dieser Test wurde ebenfalls in den USA zur Rule 10b-5 entwickelt und kombiniert die beiden Faktoren Eintrittswahrscheinlichkeit und Bedeutung des Ereignisses, derartig, dass die Eintrittswahrscheinlichkeit relativ tiefer sein kann, wenn die Bedeutung des Ereignisses relativ höher ist und – umgekehrt – die Bedeutung der Eintrittswahrscheinlichkeit relativ höher sein muss, wenn die Bedeutung des Ereignisses relativ kleiner ist⁶⁸.

Vor der Revision wurde in der Lehre diskutiert, ob bei Aktien zu erwartende Kursveränderungen von 5-10%, 10-20% oder von über 20% erforderlich sind, um die Hürde der Erheblichkeit zu erreichen; ein Konsens bestand jedoch nicht⁶⁹. Diese absoluten Grenzwerte verkennen die Problematik der Volatilität der Titel⁷⁰, würden doch bei gewissen Effekten die Erheblichkeit nie erreicht, während bei anderen dies bei geradezu jedem Ereignis der Fall wäre. Deshalb wurde in der Lehre *de lege ferenda* auch der Verzicht auf die Erheblichkeit der Kursschwankung vorgeschlagen⁷¹. Dies mit der Begründung, dass sich die Einschränkung mit Blick auf die geschützten Rechtsgüter

⁶⁷ LEUENBERGER (FN 10), 349 ff., m.w.H. Vgl. auch § 13 Abs. 1 des deutschen Wertpapierhandelsgesetzes, wonach die Eignung zur Beeinflussung des Effektenkurses gegeben ist, „wenn ein verständiger Anleger die Information bei seiner Anlageentscheidung berücksichtigen würde“. Der hier vertretene Lösungsansatz, wonach auf einen „vernünftigen Anleger“ abzustellen ist, wird von Wohlers als ungeeignet kritisiert (WOHLERS [FN 8], 353 f.).

⁶⁸ LEUENBERGER (FN 10), 350 f.

⁶⁹ Vgl. BSK StGB-PETER CHRISTOPH, Art. 161 N 33; kritisch: KOENIG (FN 44), 173 f.

⁷⁰ Weshalb andere Autoren – bereits unter dem bisherigen Recht – die Erheblichkeit als Kursschwankungen, die über das übliche Ausmass der im Markt üblichen Kursbewegungen deutlich hinausgehen, bezeichnen (vgl. Bericht Expertenkommission 2009 [FN 8], 35 m.w.H.).

⁷¹ Vgl. die entsprechende Forderung von LEUENBERGER (FN 10), 353.

keineswegs aufdränge und zudem für unnötige Rechtsunsicherheit Sorge⁷². Obwohl die Insiderrevision 2013 nicht zum Anlass genommen wurde, die Kursrelevanz von der Einschränkung, wonach die Information geeignet sein muss, den Effektenkurs „erheblich“ zu beeinflussen, zu befreien, ermöglichen das FINMA-RS und die an dieser Stelle weitergehenden Überlegungen in der Beratung, die Erheblichkeit zu beurteilen. Es kann davon ausgegangen werden, dass die gemäss *Reasonable Investor Test* in Kombination mit dem *Probability Magnitude Test* festgestellte Kursrelevanz ausreichend ist. Im Zweifelsfalle ist in der Beratung von einer kurserheblichen Information auszugehen.

3. Tathandlung

Die Tathandlungsvarianten des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots für Primärinsider sind identisch mit jenen des aufsichtsrechtlichen Verbots, welches für alle natürlichen und juristischen Personen gilt⁷³. Gemäss Art. 33e Abs. 1 und Art. 40 Abs. 1 BEHG ist es unzulässig, wenn der Täter die Insiderinformation

- dazu ausnützt, Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, zu erwerben, zu veräussern oder daraus abgeleitete Finanzinstrumente einzusetzen (sog. Handelsvariante)⁷⁴;
- einem anderen mitteilt (sog. Mitteilungsvariante);

⁷² Vgl. die Rechtsunsicherheit am Beispiel von Frontrunning bei WATTER/HOCH, Frontrunning (FN 59), 503.

⁷³ Vgl. dazu oben, IV.1.

⁷⁴ Die explizite Erwähnung der aus den tatbestandsmässigen Effekten abgeleiteten Finanzinstrumente im Gesetz beendet die im Zusammenhang mit Art. 161 aStGB kontrovers geführte Diskussion, ob auch Transaktionen mit nicht standardisierten OTC-Produkten den Tatbestand des Insiderhandelsverbots erfüllen können (vgl. LEUENBERGER [FN 10], 367 ff., m.w.H.; Bericht Expertenkommission 2009 [FN 8], 34). Gemäss FINMA-RS 2013/08 gilt als Ausnützen einer Insiderinformation auch „das Ändern oder Stornieren eines Auftrags bezüglich einer Effekte oder daraus abgeleiteter Finanzinstrumente, auf die sich die Insiderinformation bezieht, sofern die ursprüngliche Auftragserteilung vor Erlangen der Insiderinformation erfolgte“ (FINMA-RS 2013/08, Rz. 14).

- dazu ausnützt, einem anderen eine Empfehlung zum Erwerb oder zur Veräusserung von Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, oder zum Einsatz von daraus abgeleiteten Finanzinstrumenten abzugeben (sog. Empfehlungsvariante)⁷⁵.

Für die Sekundär- und Zufallsinsider ist strafrechtlich nur die Handelsvariante verboten⁷⁶. Die Mitteilungs- und die Empfehlungsvariante finden für sie keine Anwendung.

4. Kausalzusammenhang

Wie bereits Art. 161 aStGB verlangt auch das revidierte Insiderhandelsverbot, dass zwischen der Kenntnis der Insiderinformation und der Tathandlung ein Kausalzusammenhang bestehen muss⁷⁷. Dieser Kausalzusammenhang fehlt, wenn eine Person aus anderen Gründen ein Effektengeschäft durchzuführen plante und diese schliesslich – obwohl ihm inzwischen noch eine Insiderinformation zur Kenntnis gelangt ist, welche die Effektentransaktion ebenfalls nahe legen würde – auch durchführt. Mit anderen Worten fehlt es am Kausalzusammenhang, wenn das Effektengeschäft durch die Kenntnis der Insiderinformation nicht beeinflusst wurde⁷⁸.

⁷⁵ Die explizite Erwähnung der Empfehlungsvariante beendet die in diesem Zusammenhang kontrovers geführte Diskussion, ob die Mitteilung einer blossen Handlungsempfehlung von Art. 161 aStGB erfasst war, wenn diese zwar gestützt auf eine Insiderinformation abgegeben wurde, die Insiderinformation selbst aber nicht mitgeteilt wird (vgl. ausführlich LEUENBERGER [FN 10], 378 f., m.w.H.).

⁷⁶ Art. 40 Abs. 3 und 4 BEHG

⁷⁷ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6902; FINMA-RS 2013/08, Rz. 13.

⁷⁸ Der Erläuterungsbericht BEHV 2013 nennt als Beispiel die Weiterführung einer vorbestehenden Anlagestrategie, die unabhängig von Insiderinformationen festgelegt worden ist oder die Ausübung von Vorkaufsrechten im Rahmen eines Aktionärsbindungsvertrags zum vorgefassten Zweck, die Kontrollverhältnisse zu ändern (Erläuterungsbericht BEHV 2013 [FN 25], 3). Zum Kausalzusammenhang unter Art. 161 aStGB vgl. LEUENBERGER (FN 10), 445.

5. Taterfolg

Das strafrechtliche Insiderhandelsverbot ist als Erfolgsdelikt ausgestaltet. Strafbar ist, wer „sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil verschafft“⁷⁹. Solange der Vermögensvorteil – der in einem Vermögenszuwachs (bereits bei Buchgewinn) oder einem vermiedenen Vermögensverlust bestehen kann – nicht eingetreten ist oder ganz ausbleibt, kommt nur Versuch gemäss Art. 22 StGB in Betracht⁸⁰. Unseres Erachtens muss insofern ein kausaler Zusammenhang zwischen dem Ausnutzen der Insiderinformation und dem eingetretenen Vermögensvorteil bestehen, als der Täter auch nur in jenem Mass strafrechtlich verantwortlich sein kann, soweit die Kursveränderung auf das Bekanntwerden der Insiderinformation zurückzuführen ist⁸¹. Allfällige andere Kurseinflüsse sind positiv oder negativ in Abzug zu bringen.

Das Aufsichtsrecht zielt im Unterschied zum Strafrecht nicht auf die Vergeltung eines Fehlverhaltens, sondern auf den Schutz der Anleger und den Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte⁸². Entsprechend setzt das aufsichtsrechtliche Insiderhandelsverbot im Unterschied zum strafrechtlichen auch keinen Vermögensvorteil voraus; ein Taterfolg ist nicht erforderlich⁸³.

6. Subjektiver Tatbestand

Da Art. 40 BEHG es nicht ausdrücklich anders bestimmt, ist gemäss Art. 40 BEHG i.V.m. Art. 12 StGB nur die vorsätzliche Begehung der Tat strafbar, nicht hingegen die fahrlässige. Gemäss Art. 12 Abs. 2 StGB ist neben der direktvorsätzlichen auch die eventualvorsätzliche Begehung der Tat erfasst.

⁷⁹ Art. 40 Abs. 1 BEHG. Nicht zu verwechseln ist der Eintritt des Vermögensvorteils mit dem Eintritt bzw. der Realisierung der Insidertatsache (z.B. ein Übernahmeplan) auf die es u.E. nicht ankommt (vgl. zu Art. 161 aStGB LEUENBERGER [FN 10], 390 f.).

⁸⁰ Vgl. zu Art. 161 aStGB LEUENBERGER (FN 10), 391 (FN 1602), m.w.H.

⁸¹ Vgl. zu Art. 161 aStGB LEUENBERGER (FN 10), 391, m.w.H.

⁸² Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6888.

⁸³ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6888.

Eine fahrlässige Begehung ist somit nicht strafbar (z.B. die fahrlässige Mitteilung durch einen Primärinsider an eine andere Person)⁸⁴.

Weil das Aufsichtsrecht nicht auf die Vergeltung eines Fehlverhaltens, sondern auf den Schutz der Anleger und den Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte zielt, bedarf ein Verstoss gegen das aufsichtsrechtliche Insiderhandelsverbot gemäss der Botschaft BEHG 2011 weder einer Bereicherungsabsicht, noch eines subjektiven Verschuldens⁸⁵.

7. Exkurs: Das Zusammenspiel zwischen aufsichtsrechtlichem und strafrechtlichem Insiderhandelsverbot

Wie unter Ziffer 1.-6. dieses Kapitels aufgezeigt, bestehen zwischen den Tatbestandselementen des strafrechtlichen und des aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbots viele Gemeinsamkeiten – aber mit Blick auf die Tatbestandselemente Täterkreis, Taterfolg und subjektiver Tatbestand auch Unterschiede. Diese Unterschiede ergeben sich aus der unterschiedlichen Zielsetzung des Aufsichts- und des Strafrechts. Das Aufsichtsrecht zielt im Unterschied zum Strafrecht nicht auf die Vergeltung eines Fehlverhaltens, sondern auf den Schutz der Anleger und den Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte⁸⁶.

Die Verletzung des aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbots wird von der FINMA im Aufsichtsverfahren geahndet⁸⁷. Entsprechend der Zielsetzung bezweckt das Aufsichtsverfahren erkannte Missstände durch die Ergreifung aufsichtsrechtlicher Massnahmen zu beseitigen und möglichst rasch den ordnungsgemässen Zustand wiederherzustellen⁸⁸. Gegenüber Beaufsichtigten kann die FINMA in diesem Zusammenhang die im FINMAG vorgesehenen aufsichtsrechtlichen Massnahmen ergreifen sowie ein Tätigkeitsverbot

⁸⁴ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6907.

⁸⁵ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6888.

⁸⁶ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6888.

⁸⁷ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6879.

⁸⁸ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6879.

gemäss Art. 35a BEHG verhängen⁸⁹. Gegenüber den übrigen Marktteilnehmern kann die FINMA gemäss Art. 34 BEHG immerhin die folgenden aufsichtsrechtlichen Massnahmen ergreifen: Auskunftspflicht, Feststellungsverfügung, Veröffentlichung der aufsichtsrechtlichen Verfügung und Einziehung des Gewinns⁹⁰.

Das Strafverfahren, welches neu durch die Bundesanwaltschaft geführt wird, dient dagegen primär⁹¹ der Vergangenheitsbewältigung⁹². Die Schwere der Sanktion ist je nach Insidertyp unterschiedlich, wobei sie für den Primärinsider am höchsten und für den Zufallsinsider am tiefsten ist. Für den Primärinsider wurde zudem ein qualifizierter Tatbestand geschaffen, falls der erzielte Vermögensvorteil über CHF 1 Mio. liegt. In diesem Fall kann der Primärinsider mit Freiheitsstrafe bis zu 5 Jahren bestraft werden⁹³. Da sich das aufsichtsrechtliche und strafrechtliche Insiderhandelsverbot trotz gewissen Unterschieden überschneiden, finden grundsätzlich unabhängig voneinander sowohl ein Aufsicht- wie auch ein Strafverfahren statt⁹⁴. Die Verfahren werden nach den massgebenden Prozessregeln zwischen der FINMA und der Bundesanwaltschaft koordiniert.

⁸⁹ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6889.

⁹⁰ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6889.

⁹¹ Wobei die Vergeltung sekundär auch die General- und Individualprävention bezweckt.

⁹² Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6879.

⁹³ Die Ausgestaltung als Verbrechen ermöglichte es, die im Jahr 2003 revidierten Empfehlungen der Groupe d'action financière (GAFI) zur Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung erfüllen zu können sowie das Übereinkommen des Europarats vom 16. Mai 2005 über Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung sowie Ermittlung, Beschlagnahme und Einziehung von Erträgen aus Straftaten ratifizieren zu können. Damit wurde ein erklärtes Ziel der Insiderrevision 2013 erfüllt (vgl. dazu II.4. oben). In der Praxis dürfte der qualifizierte Tatbestand freilich geringe Bedeutung erlangen.

⁹⁴ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6879.

V. Das revidierte Insiderhandelsverbot in Übernahmesituationen

Nachfolgend wird das oben beschriebene revidierte Insiderhandelsverbot im Übernahmekontext angewandt. Ausgangslage für die verschiedenen Szenarien bildet ein typisierter Modellfall einer öffentlichen Übernahme.

1. Der Modellfall

Die nicht-kotierte A AG ist im gleichen Bereich tätig, wie die an der SIX Swiss Exchange kotierte Z AG. Die Aktien der Z AG werden von einem 20%-Ankeraktionär gehalten und sind ansonsten breit im Publikum gestreut⁹⁵.

Der Verwaltungsrat der A AG hat ein Auge auf die Z AG geworfen. Man ist sich im Verwaltungsrat der A AG einig, dass eine Übernahme der Z AG aus Sicht der A AG sowohl strategisch, als auch mit Blick auf resultierende Synergien sinnvoll wäre. Zudem sind die Aktien der Z AG nach Einschätzung des Verwaltungsrats der A AG an der Börse momentan unterbewertet. Daher hat man sich im Verwaltungsrat der A AG auf folgendes Vorgehen (nachfolgend „Übernahmeplan“) geeinigt:

- *Aufbau einer Position:* Über Zukäufe von Aktien auf dem Markt soll heimlich eine Position in der Z AG aufgebaut werden. Die Position soll unter der Schwelle von 3% liegen, damit eine Offenlegungsmeldung nach Art. 20 BEHG nicht erfolgen muss.
- *Kontaktaufnahme mit dem Ankeraktionär:* Während des Positionsaufbaus soll der 20%-Aktionär vertraulich kontaktiert werden, um sich seiner Andienung in das später von der A AG zu lancierende Übernahmeangebot zu versichern. Im Verwaltungsrat der A AG ist man in dieser

⁹⁵ Dass eine kotierte Gesellschaft einen Ankeraktionär hat, ist für europäische Verhältnisse im Übrigen typisch (vgl. dazu GOSHEN ZOHAR/HAMDANI ASSAF, Concentrated Ownership Revisited: The Idiosyncratic Value of Corporate Control, Columbia Law and Economics Research Paper No. 444 [1. April 2013], 3, m.w.H.).

Hinsicht guten Mutes, denn im Markt halten sich hartnäckig Gerüchte, dass der Ankeraktionär nach einer Ausstiegsmöglichkeit sucht.

- *Kontaktaufnahme mit der Zielgesellschaft/Lancierung des Übernahmeangebots*: Sofern der Grossaktionär dem Übernahmeplan zustimmt, wird die A AG vertraulich den Verwaltungsrat der Z AG kontaktieren, um mit seiner Zustimmung und Unterstützung ein öffentliches Kaufangebot gemäss Art. 2 lit. e BEHG zu machen (sog. freundliches Übernahmeangebot). Lehnt der Verwaltungsrat das Übernahmeangebot ab, ist die A AG allerdings entschlossen, ein feindliches Übernahmeangebot zu lancieren. In jedem Fall – sei es bei einem freundlichen oder feindlichen Übernahmeangebot – wäre die A AG bereit, eine substantielle Prämie gegenüber dem heutigen Börsenkurs zu bezahlen⁹⁶.

Bevor die Durchführung des Übernahmeplans aus insiderrechtlicher Sicht zu beurteilen ist, stellt sich die entscheidende Vorfrage, ob der Übernahmeplan als Insiderinformation qualifiziert.

2. Vorfrage: Übernahmeplan als Insiderinformation

Wie bereits dargelegt, qualifizieren als Insidertatsachen gemäss Art. 2 lit. f BEHG vertrauliche Informationen, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs von Effekten, die an einer schweizerischen Börse oder einer börsenähn-

⁹⁶ Im nachfolgenden wird durchweg davon ausgegangen, dass es Verwaltungsratsmitglieder sind, die den Übernahmeplan für die A AG ausführen bzw. für die beiden Gesellschaften handeln (also z.B. Verwaltungsratsmitglieder der A AG den Ankeraktionär kontaktieren (vgl. Kontaktaufnahme mit dem Ankeraktionär), Verwaltungsratsmitglieder der A AG die Verwaltungsratsmitglieder der Z AG kontaktieren (vgl. Kontaktaufnahme mit der Zielgesellschaft) oder im Rahmen der *Due Diligence* die Verwaltungsratsmitglieder der Z AG den Verwaltungsratsmitgliedern der A AG Insiderinformationen mitteilen (vgl. Kenntnisnahme von Insiderinformationen im Rahmen der *Due Diligence* Prüfung). Diese Annahme dient der Vereinfachung – insbesondere auch des Sprachflusses – und soll nicht darüber hinwegtäuschen, dass neben den Organinsidern (z.B. Mitglieder des Verwaltungsrats oder der Geschäftsleitung) auch die Funktionsinsider (z.B. mit dieser Aufgabe betraute Mitarbeiter, Berater, etc.) als Primärinsider vom strafrechtlichen Insiderhandelsverbot erfasst sind und mithin gegen die Mitteilungsvariante des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots verstossen können (vgl. dazu IV.3. oben).

lichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, erheblich zu beeinflussen⁹⁷. Von den drei Elementen „Information“, „Vertraulichkeit“ und „Kursrelevanz“ wird nachfolgend insbesondere das erste Element vertieft untersucht.

a) *Information*

Die Frage, ob der Übernahmeplan der A AG die Anforderungen an das Element „Information“ erfüllt, beschlägt zwei kontrovers diskutierte Themenkreise.

aa) *Erfassung unternehmensexterner Sachverhalte*

Der Übernahmeplan der A AG betrifft zwar die Aktien der Z AG, er beruht aber ausschliesslich auf einer Analyse bzw. Entscheidung des Verwaltungsrats der A AG. Mit anderen Worten ist der Übernahmeplan der A AG nicht innerhalb der Z AG entstanden (wie z.B. gute Finanzzahlen), sondern völlig ohne das Zutun der Z AG, die nicht um den Übernahmeplan weiss. In diesem Sinne ist der Übernahmeplan der A AG aus Sicht der Z AG ein unternehmensexterner Sachverhalt.

Die Botschaft StGB 2006 und ein gewichtiger Teil der Lehre zu Art. 161 aStGB verweisen im Zusammenhang mit der Auslegung des Begriffs „Information“ auf die Bestimmungen zur Ad hoc-Publizität der SIX Exchange Regulation (namentlich Art. 53 Abs. 1 des SIX Kotierungsreglements), wonach ein Emittent „den Markt über kursrelevante Tatsachen, welche seinem Tätigkeitsbereich eingetreten sind“ informieren muss⁹⁸. Eine Lehrmeinung zum neuen Recht bezweifelt deshalb, ob unternehmensexterne Sachverhalte das Element „Information“ erfüllen können⁹⁹. Folgt man dieser Auffassung, so erfasst der Informationsbegriff im Sinne des Insiderrechts „Umstände, die

⁹⁷ Vgl. dazu IV.2. oben.

⁹⁸ Die Botschaft zur Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches (Streichung von Art. 161 Ziff. 3 StGB) vom 8. Dezember 2006, BBl 2007, 439 ff., 445. Statt vieler WATTER/HOCH, Frontrunning (FN 59), 503, m.w.H. auf zustimmende und ablehnende Lehrmeinungen.

⁹⁹ WATTER/HOCH, Frontrunning (FN 59), 503.

den Tätigkeitsbereich des Emittenten betreffen und folglich grundsätzlich nicht Information, die sich auf die Investitions- oder Handelsaktivitäten von Marktakteuren beziehen¹⁰⁰. Damit käme der Übernahmeplan der A AG eigentlich nicht als Information i.S.d. Insiderrechts in Frage. Allerdings gehen WATTER/HOCH an anderer Stelle dann doch davon aus, dass Übernahmepläne u.U. als Informationen i.S.d. Übernahmerechts in Frage kommen¹⁰¹. Unklar ist, wie sich die Ausnahme dogmatisch begründen lässt; klar ist hingegen, dass dieselbe Ausnahme auch im Zusammenhang mit der Ad hoc-Publizität gemacht wird – welche somit auch unternehmensexterne Tatsachen umfassen kann¹⁰².

Bereits diese Überlegungen deuten darauf hin, dass gerade im Übernahmekontext unternehmensexterne Informationen konstitutiv sein können¹⁰³. Doch stellt sich unseres Erachtens die Frage unter dem neuen Recht gar nicht mehr. Bereits aus der Botschaft BEHG 2011 ergibt sich zweifelslos, dass „die Umstände ausserhalb des Unternehmens betrifft, die für den Akti-

¹⁰⁰ WATTER/HOCH, Frontrunning (FN 59), 503. Vgl. auch den Kommentar zur SIX Richtlinie Ad-hoc-Publizität vom 1. November 2011, wonach Tatsachen, die den Emittenten betreffen, aber ihren Ursprung ausserhalb des Unternehmens haben, grundsätzlich nicht von den Pflichten der Ad hoc-Publizität erfasst werden (Kommentar zur SIX Richtlinie Ad-hoc-Publizität vom 1. November 2011, N 39). Daran ändert nach WATTER/HOCH auch der Umstand nichts, dass nach der Praxis der SIX Exchange Regulation ausnahmsweise Tatsachen, die nicht im eigenen Tätigkeitsbereich des Emittenten ergangen seien, aber eine direkte Innenwirkung auf den Geschäftsgang des Emittenten hätten, der Ad hoc-Publizitätspflicht unterliegen könnten. Diese Praxis der SIX Exchange Regulation sei ohnehin nur gerechtfertigt, wenn u.a. der Emittent mitwirke (vgl. WATTER/HOCH, Frontrunning [FN 59], 503).

¹⁰¹ WATTER/HOCH, Insiderrecht (FN 1), 377 f.

¹⁰² Vgl. Kommentar zur SIX Richtlinie Ad-hoc-Publizität vom 1. November 2011, N 39 (Grundsatz: „Eine Tatsache, die den Emittenten betrifft, aber ihren Ursprung ausserhalb des Unternehmens hat, wird von den Pflichten der Ad hoc-Publizität grundsätzlich nicht erfasst“) in Verbindung mit N 43 (Ausnahme: „Bei Übernahmen ist davon auszugehen, dass ein Übernahmeangebot für die kotierte Zielgesellschaft regelmässig potentiell kursrelevant ist“). Kritisch: WATTER/HOCH, Frontrunning, (FN 59) 503, welche dies offenbar erst als angebracht erachten, wenn die Zielgesellschaft mitwirkt, wie bspw. durch Gewährung der *Due Diligence*.

¹⁰³ Weshalb hier die Meinung vertreten wird, dass bereits unter bisherigen Recht unternehmensexterne Tatsachen Insidercharakter aufweisen konnten (vgl. LEUENBERGER [FN 10], 347, m.w.H.)

enkurs des Unternehmens jedoch von Bedeutung sind¹⁰⁴ Insiderinformationen darstellen können. Die FINMA hat dies in ihrem Rundschreiben ebenso klar festgehalten und weiter exemplifiziert¹⁰⁵. Eine Einschränkung auf unternehmensinterne Sachverhalte stünde überdies im Widerspruch zu den vom revidierten Insiderhandelsverbot geschützten Rechtsgütern. Denn der Schutz der Chancengleichheit der Anleger und der Schutz der Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts werden in gleicher Weise beeinträchtigt, ob es sich nun um einen unternehmensinternen oder -externen Sachverhalt handelt.

Entsprechend erfüllt der Übernahmeplan der A AG in dieser Hinsicht die Anforderungen an das Element „Information“.

bb) Erfordernis hinreichender Eintretenswahrscheinlichkeit?

Weiter ist in der Lehre umstritten, ob bzw. ab wann ein Plan die Anforderungen an das Element „Information“ erfüllt.

Nach einem Teil der Lehre ist hinsichtlich dieser Frage auf die im Zusammenhang mit der Ad hoc-Publizität entwickelten Kriterien abzustellen¹⁰⁶. Der Kommentar zur SIX Richtlinie Ad-hoc-Publizität vom 1. November 2011 hält fest, dass „blosse Gerüchte, Gewinnschätzungen Dritter, Ideen, Planungsvarianten und Absichten“ nicht unter die Ad hoc-Publizität fallen¹⁰⁷. Damit dürfte ein Übernahmeplan, zumindest solange noch keine konkreten Schritte zu seiner Umsetzung getroffen wurden (also entsprechend

¹⁰⁴ Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6905 („Darüber hinaus sind auch Fälle erfasst, in denen der Primärinsider Kenntnis von einer vertraulichen Information erhält, die Umstände ausserhalb des Unternehmens betrifft, die für den Aktienkurs des Unternehmens jedoch von Bedeutung sind [...]“).

¹⁰⁵ FINMA-RS 2013/08, Rz. 8.

¹⁰⁶ WATTER/HOCH, Insiderrecht (FN 1), 380 f.; APPENZELLER HANSJÜRG, Ad hoc-Publizität bei M&A-Transaktionen, GesKR 2009, 463 ff., 468 f.

¹⁰⁷ Kommentar zur SIX Richtlinie Ad-hoc-Publizität vom 1. November 2011, N 27. Die entsprechende Lehrmeinung rechtfertigt die Anwendung dieser Praxis damit, dass viele Unternehmen permanent Möglichkeiten für externes Wachstum evaluieren und die Annahme einer Information i.S.d. Insiderrechts in einem frühen Planungsstadium der Transaktion zur Folge hätte, dass sich solche Unternehmen „permanent im insiderstrafrechtlichen Ausnahmezustand befinden würden“ (WATTER/HOCH, Insiderrecht [FN 1], 380).

der Ausgangslage des oben beschriebenen Modellfalls), keine Information i.S.d. Insiderrechts darstellen.

WATTER/HOCH machen geltend, dass selbst wenn man der vereinzelt strafrechtlichen Gerichtspraxis (und wohl auch der entsprechenden Lehrmeinung¹⁰⁸) zu Art. 161 aStGB folge und bereits einen Plan als Information i.S.d. Insiderrechts gelten lasse, man aus ihrer Sicht dennoch „ein *Mindestmass an ernsthafter Zuversicht* bestehen [müsse], dass sich der Plan auch verwirklichen wird“¹⁰⁹. Im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen sei dies dann der Fall, wenn die Lancierung des öffentlichen Angebots „*wahrscheinlicher wird als das Scheitern der Transaktion*“¹¹⁰. Nach der Erfahrung von WATTER/HOCH „ist bei einem öffentlichen Kaufangebot [...] die 50%ige Wahrscheinlichkeitsschwelle, dass ein Angebot tatsächlich unterbreitet wird, typischerweise dann überschritten, wenn die Zielgesellschaft dem potentiellen Anbieter – basierend auf einem zufriedenstellenden indikativen Angebotspreis – Zugang zur *Due Diligence* gewährt“¹¹¹.

Unseres Erachtens ist es nicht sachgerecht, den Begriff der Information über das Erfordernis der hinreichenden Eintrittswahrscheinlichkeit einzuschränken. Sachgerecht erscheint es vielmehr, die Eintretenswahrscheinlichkeit im Rahmen der Kursrelevanz zu berücksichtigen. Wie bereits dargestellt ist zur Bestimmung der Kursrelevanz der *Reasonable Investor Test* mit dem *Probability Magnitude Test* zu kombinieren¹¹². Ziel des *Probability Magnitude Test* ist es gerade, die Eintrittswahrscheinlichkeit zur Bedeutung des Ereignisses in Beziehung zu setzen. Demnach kann auch ein Ereignis mit relativ tiefer Eintretenswahrscheinlichkeit (also auch unter 50%) geeignet sein, das Anlageverhalten eines durchschnittlichen Marktteilnehmers zu beeinflussen; nämlich dann, wenn die Bedeutung des Ereignisses im Falle eines Eintritts gross ist. Erfolgt die Einschränkung – sachgerecht – über das Element der

¹⁰⁸ LEUENBERGER (FN 10), 345 f., m.w.H.

¹⁰⁹ WATTER/HOCH, Insiderrecht (FN 1), 380.

¹¹⁰ WATTER/HOCH, Insiderrecht (FN 1), 380.

¹¹¹ WATTER/HOCH, Insiderrecht (FN 1), 380. Offen gelassen wird, ob feindliche öffentliche Kaufangebote – in denen mithin auch keine vorgängige *Due Diligence* stattfinden wird – per se nicht als Informationen i.S.d. Insiderrechts in Frage kommen.

¹¹² Vgl. dazu IV.2.c) oben.

Kursrelevanz, so sollte der Informationsbegriff mit Blick auf die geschützten Rechtsgüter (namentlich die Chancengleichheit der Anleger und die Funktionsfähigkeit des Finanzmarkts) alle objektiv feststellbaren Zustände und Ereignisse tatsächlicher oder rechtlicher Natur sowie alle subjektiven Meinungen, Werturteile, Bewertungen etc. erfassen, die einen Bezug zur Realität aufweisen. Vom Begriff nicht erfasst sind mithin jene Informationen, die keinen realen Hintergrund haben (z.B. erfundene Übernahmepläne)¹¹³.

Entsprechend erfüllt der Übernahmeplan der A AG u.E. in jedem Fall bzw. in jedem Planungsstadium auch in dieser Hinsicht die Anforderungen an das Element „Information“.

b) *Vertraulichkeit und Kursrelevanz*

Da die A AG im Modellfall im eigenen Interesse (d.h. um bei Positionsaufbau vom – ihres Erachtens – zu tiefen Kurs der Aktien der Z AG zu profitieren) versuchen wird, den Übernahmeplan geheim zu halten, darf davon ausgegangen werden, dass das Element der „Vertraulichkeit“ vorliegend erfüllt ist¹¹⁴.

Zwar besteht keine Sicherheit darüber, dass die A AG ein Übernahmeangebot lancieren wird – dies hängt namentlich noch von der Reaktion des Ankeraktionärs ab. Damit liegt die Eintretenswahrscheinlichkeit zwar unter 100%, jedoch könnten die sich hartnäckig im Markt haltenden Gerüchte, dass der Ankeraktionär nach einer Ausstiegsmöglichkeit sucht, einen Hinweis dafür darstellen, dass er ein Übernahmeangebot mit substantieller Prämie annehmen würde. Mit anderen Worten dürfte die Eintretenswahrscheinlichkeit so tief nicht sein. Zudem ist die Eintretenswahrscheinlichkeit gemäss dem *Probability Magnitude Test* mit der Bedeutung des Ereignisses in Beziehung zu setzen¹¹⁵. In diesem Zusammenhang ist zu beachten, dass das Übernahmeangebot den Aktionären eine substantielle Prämie gegenüber dem jetzigen Börsenkurs offerieren würde. Die Bedeutung des Ereignisses ist mithin relativ hoch, sodass die eine relativ tiefere Eintrittswahrscheinlichkeit ausgleichen

¹¹³ LEUENBERGER (FN 10), 345 f., m.w.H.

¹¹⁴ Vgl. zum Element der Vertraulichkeit IV.2.b) oben.

¹¹⁵ Vgl. dazu IV.2.c) oben.

würde. Insgesamt scheint die Information mithin geeignet, das Anlageverhalten eines durchschnittlichen Marktteilnehmers zu beeinflussen. Somit darf angenommen werden, dass auch das Element der „Kursrelevanz“ erfüllt ist¹¹⁶.

Abschliessend kann festgehalten werden, dass der Übernahmeplan der A AG u.E. als Insiderinformation gemäss Art. 2 lit. f BEHG qualifiziert. Diese Qualifikation wird den folgenden Ausführungen zu Grunde gelegt.

3. Aufbau einer Position

a) Sachverhalt

Zur Umsetzung des erstens Schritts des Übernahmeplans ordnet der Verwaltungsrat der A AG in Kenntnis der Insiderinformation „Übernahmeplan“ den Kauf von Aktien der Z AG über den Markt an (sog. vorausgegangener Erwerb).

b) Subsumption unter das Insiderhandelsverbot

Durch den beschriebenen vorausgegangenen Erwerb erfüllen die handelnden Verwaltungsratsmitglieder die Tatbestandselemente der Handelsvariante des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots: Sie qualifizieren als Primärinsider¹¹⁷ und nützen die Insiderinformation „Übernahmeplan“¹¹⁸ aus, um durch den Kauf¹¹⁹ von Aktien der Z AG, d.h. Effekten die an einer Schweizer Börse

¹¹⁶ Auf das Erfordernis der „erheblichen“ Beeinflussung des Aktienkurses wird im vorliegenden Zusammenhang absichtlich nicht eingegangen. Wie bereits erwähnt, sollte dieses Erfordernis in der M&A-Beratung ignoriert werden (vgl. dazu IV.2.c) oben).

¹¹⁷ Vgl. zum Täterkreis IV.1. oben. Als Primärinsider gelten gemäss Art. 40 Abs. 1 BEHG insbesondere die Organinsider, also jene Personen, die Organe oder Mitglieder eines Leitungs- oder Aufsichtsorgans eines Emittenten sind. Den handelnden Verwaltungsratsmitgliedern kommt die Insiderinformation „Übernahmeplan“ aufgrund ihrer Organfunktion in der A AG zu.

¹¹⁸ Vgl. zum Tatobjekt IV.2. oben.

¹¹⁹ Vgl. zur Tathandlung IV.3. oben.

zum Handel zugelassen sind, der A AG einen Vermögensvorteil¹²⁰ zu verschaffen¹²¹. Zugleich erfüllen sie – wie auch die A AG als juristische Person selbst – die Tatbestandselemente des aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbots¹²².

Dass sowohl die handelnden Verwaltungsratsmitglieder, als auch die A AG selbst zulässig handeln, liegt an der Ausnahme „Niemand kann sein eigener Insider sein“.

c) *Ausnahme „Niemand kann sein eigener Insider sein“*

Schon unter Art. 161 aStGB galt der ungeschriebene Grundsatz „Niemand kann sein eigener Insider sein“. Uneinigkeit bestand aber über seine Tragweite¹²³.

In der Insiderrevision 2013 wurde die Ausnahme „Niemand kann sein eigener Insider sein“ auf Verordnungsstufe definiert¹²⁴. Ziel der Ausnahme ist es insbesondere, den im vorliegenden Zusammenhang diskutierten Positionsaufbau vom Insiderhandelsverbot auszunehmen. Dies geht aus dem Wortlaut

¹²⁰ Vgl. zum Taterfolg IV.5. oben.

¹²¹ Vgl. zum subjektiven Tatbestand IV.6. oben.

¹²² Das verwaltungsrechtliche Insiderhandelsverbot ist mit Blick auf diese Tatbestandselemente identisch. Jedoch kann es auch von juristischen Personen erfüllt werden und es bedarf weder eines Vermögensvorteils, einer Bereicherungsabsicht oder eines subjektiven Verschuldens. Vgl. dazu IV.7. oben.

¹²³ Einige Autoren vertraten die Auffassung, dass dadurch die Umsetzung eigener Transaktionsentscheide (m.a.W. die Umsetzung bestimmter selbstgeschaffener Informationen) vom Insiderhandelsverbot ausgenommen seien. Gewisse Autoren fügten dem hinzu, dass der durch die Umsetzung des eigenen Transaktionsentscheids entstehende Vermögensvorteil der Gesellschaft selbst zu kommen müsse. Andere Autoren gingen davon aus, dass Transaktionen von Gesellschaften in ihren eigenen Effekten generell nicht vom Insiderhandelsverbot erfasst seien. Wieder andere Autoren sprachen sich für eine Kombination der Elemente aus. Nicht zuletzt wurde argumentiert, vom Insiderhandelsverbot seien Verhaltensweisen ausgenommen, durch welche ein Vermögensvorteil nur jenem Unternehmen zukäme, auf welches sich die Insiderinformation bezieht (vgl. die Zusammenstellung der verschiedenen Lehrmeinungen bei HÖHN JAKOB/LANG CHRISTOPH G./ROELLI SEVERIN, *Öffentliche Übernahmen*, Basel 2011, 38).

¹²⁴ Erläuterungsbericht BEHV 2013 (FN 25), 10.

von Art. 55f lit. a BEHV hervor, wonach jene Effektengeschäfte vom Insiderhandelsverbot ausgenommen sind, die „zur Umsetzung des eigenen Entschlusses, ein Effektengeschäft zu tätigen, [dienen,] insbesondere der Erwerb von Effekten der Zielgesellschaft durch die potenzielle Anbieterin im Hinblick auf die Veröffentlichung eines öffentlichen Kaufangebots, vorausgesetzt der Entschluss wurde nicht aufgrund einer Insiderinformation gefasst“¹²⁵. Der Erläuterungsbericht BEHV 2013 stellt klar, dass Organe und Dritte den Entschluss einer anderen Person nur dann umsetzen, wenn die Umsetzung plankonform – d.h. ohne nachträgliche Beeinflussung durch eine Insiderinformation – und auf Rechnung der Person erfolgt, die den Entschluss gefasst hat¹²⁶. Der Vollständigkeit halber sei erwähnt, dass sich die Ausnahme in jedem Fall auf die Handelsvariante beschränkt; die Mitteilungsvariante und die Empfehlungsvariante sind nie erfasst und können somit potentiell den Insidertatbestand erfüllen.

Wie die anderen Ausnahmen des neuen Kapitel 5a der BEHV gilt auch die Ausnahme „Niemand kann sein eigener Insider sein“ absolut und stellt in diesem Sinne einen *Safe Harbour* dar, in dem keinesfalls eine Verletzung des Insiderhandelsverbot vorliegt. Zwar bezieht sich die Ausnahme gemäss Wortlaut nur auf das aufsichtsrechtliche Insiderhandelsverbot, aber über Art. 14 StGB gelten sie auch für das strafrechtliche Insiderhandelsverbot¹²⁷.

d) *Fazit*

Aufgrund der Ausnahme „Niemand kann sein eigener Insider sein“ verstossen also weder die handelnden Verwaltungsratsmitglieder, noch die A AG selbst gegen das aufsichts- oder strafrechtliche Insiderhandelsverbot, wenn sie durch den beschriebenen vorausgegangen Erwerb eine Position der A AG in der Z AG aufbauen. Von der Ausnahme würden zudem auch jene Personen profitieren, die mit der A AG hinsichtlich des möglichen Übernahmeangebots in gemeinsamer Absprache handeln¹²⁸.

¹²⁵ Vgl. dazu auch Botschaft BEHG 2011 (FN 4), 6902.

¹²⁶ Erläuterungsbericht BEHV 2013 (FN 25), 10.

¹²⁷ Erläuterungsbericht BEHV 2013 (FN 25), 4.

¹²⁸ Erläuterungsbericht BEHV 2013 (FN 25), 10.

Von der Ausnahme nicht erfasst wären hingegen z.B. Verwaltungsratsmitglieder der A AG, die in Kenntnis des Übernahmeplans auf eigene Rechnung Aktien der Z AG oder Calloptionen auf diese Aktien erwerben¹²⁹.

4. Die Einschaltung von M&A-Beratern

a) Sachverhalt

Im Zusammenhang mit der Umsetzung ihres Übernahmeplans wird die A AG eher früher als später M&A-Berater – z.B. Anwälte, Investmentbank, Medienberater – einschalten. Um deren Beratung in Anspruch nehmen zu können, muss sie bzw. müssen die entsprechenden Verwaltungsratsmitglieder den Beratern den Übernahmeplan darlegen.

b) Subsumption unter das Insiderhandelsverbot

Durch die Mitteilung des Übernahmeplans an die M&A-Berater der A AG erfüllen die handelnden Verwaltungsratsmitglieder die Tatbestandselemente der Mitteilungsvariante des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots in aller Regel *nicht*. Zwar erfüllen sie den objektiven Tatbestand, insofern, als sie als Primärinsider qualifizieren und einem anderen eine Insiderinformation mitteilen. Jedoch fehlt es an der Bereicherungsabsicht und wohl auch am strafrechtlichen Eventualvorsatz. Da das aufsichtsrechtliche Insiderhandelsverbot genau diese Tatbestandselemente nicht vorsieht, erfüllen sowohl die handelnden Verwaltungsratsmitglieder, wie auch die AG als juristische Person selbst, den Tatbestand des aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbots¹³⁰. Dass dennoch kein unzulässiger Verstoss gegen das aufsichtsrechtliche Insiderhandelsverbot vorliegt, liegt an der Ausnahme der zulässigen Mitteilung gemäss Art. 55g lit. a BEHV.

¹²⁹ Erläuterungsbericht BEHV 2013 (FN 25), 10.

¹³⁰ Vgl. zum Unterschied des Tatbestands des aufsichtsrechtlichen und des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots IV.7. oben.

c) *Die Ausnahme der zulässigen Mitteilung gemäss Art. 55g lit. a und b BEHV*

Gemäss Art. 55g lit. a BEHV fällt die Mitteilung einer Insiderinformation dann nicht unter das aufsichtsrechtliche (bzw. aufgrund von Art. 14 StGB auch nicht unter das strafrechtliche) Insiderhandelsverbot, wenn der Mitteilungsempfänger zur Erfüllung seiner gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten auf die Kenntnis der Insiderinformation angewiesen ist. Der Erläuterungsbericht BEHV 2013 stellt klar, dass gesetzliche Pflichten in einem Gesetz im formellen oder materiellen Sinn enthalten sein müssen und als vertragliche Pflichten nur solche in Frage kommen, welche in Übereinstimmung mit den einschlägigen Rechtsnormen gültig zustande gekommen sind¹³¹. Sofern noch kein Vertrag vorliegt, ist die Mitteilung zulässig, sofern diese für den Vertragsabschluss unerlässlich ist, auf die Vertraulichkeit hingewiesen und die Informationsweitergabe ordnungskonform dokumentiert wird (Art. 55g lit. b BEHV).

d) *Fazit*

Die Mitteilung von Insiderinformationen von der A AG an ihre M&A-Berater ist zweifelsohne von der Ausnahme gemäss Art. 55g lit. a BEHV erfüllt; zur Erfüllung ihrer Pflichten aus dem Beratungsvertrag, sind die Berater auf die Mitteilung des Übernahmeplans angewiesen¹³².

In der Realität dürften die M&A-Berater nicht selten bereits vor Abschluss des Beratungsvertrags genauere Informationen zum Auftrag bzw. zur Zielgesellschaft verlangen (z.B. um allfällige Interessenkollisionen zu prüfen). Auf diese Fälle dürfte die Ausnahme gemäss Art. 55g lit. a BEHV nicht zur Anwendung kommen, da noch keine vertraglichen Pflichten bestehen, zu deren Erfüllung der Berater auf die Insiderinformation angewiesen ist. In solchen Fällen dürfte aber die Ausnahme gemäss Art. 55g lit. b BEHV zur Anwen-

¹³¹ Erläuterungsbericht BEHV 2013 (FN 25), 11.

¹³² Die Weitergabe von Insiderinformationen an Rechtsanwälte und sonstige Berater im Zusammenhang mit einer M&A-Transaktion wird im Erläuterungsbericht BEHV 2013 denn auch explizit erwähnt (Erläuterungsbericht BEHV 2013 [FN 25], 11).

derung gelangen. Zu beachten ist dann allerdings die Hinweis- und Dokumentationspflicht gemäss Art. 55g lit. b Ziff. 1 und 2 BEHV¹³³.

5. Kontaktaufnahme mit dem Ankeraktionär

a) *Sachverhalt*

Während des Positionsaufbaus kontaktiert die A AG den 20%-Ankeraktionär der Z AG vertraulich, um sich seiner Andienung in das später von der A AG zu lancierende Übernahmeangebot zu versichern. Zu diesem Zweck wird die A AG dem Ankeraktionär die Insiderinformation „Übernahmeplan“ mitteilen müssen. Zwar wird die A AG dem Ankeraktionär vorschlagen, vor der Mitteilung eine Geheimhaltungs- und Stillhaltevereinbarung abzuschliessen. Der Ankeraktionär wird allerdings in aller Regel nur wenig Interesse daran haben, weder das eine noch das andere abzuschliessen bevor er weiss worum es geht. Nachfolgend ist daher davon auszugehen, dass die A AG und der Ankeraktionär keine Vereinbarung miteinander abgeschlossen haben.

b) *Subsumption unter das Insiderhandelsverbot*

Durch die Mitteilung des Übernahmeplans an den Ankeraktionär erfüllen die handelnden Verwaltungsratsmitglieder in aller Regel die Tatbestandselemente der Mitteilungsvariante des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots. Zunächst erfüllen sie den objektiven Tatbestand, da sie als Primärinsider qualifizieren und einem anderen eine Insiderinformation mitteilen. Aufgrund der Mitteilung besteht das Risiko, dass der Ankeraktionär die Insiderinformation über die Handelsvariante ausnützt (z.B. indem er Calloptionen auf die Aktien der Z AG erwirbt) und sich einen Vermögensvorteil verschafft. Obwohl ein solches Ausnutzen aus Sicht der handelnden Verwaltungsratsmitglieder bzw. der Z AG sogar unerwünscht ist, besteht ein Missbrauchsrisiko des Ankeraktionärs; finden sich die Verwaltungsratsmitglieder mit diesem Risiko ab, so wird die Mitteilungsvariante u.U. eventualvorsätzlich erfüllt¹³⁴. Daneben erfüllen sowohl die handelnden Verwaltungsratsmitglieder, wie auch die AG

¹³³ Vgl. dazu V.5.c) unten.

¹³⁴ Zum Eventualvorsatz trotz innerer Ablehnung vgl. BGE 133 IV 222, Erw. 5.3.

als juristische Person selbst, den Tatbestand des aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbots¹³⁵. Im Zusammenhang mit dem aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbot ist kein subjektives Verschulden erforderlich. Damit entfällt die Frage, ob eventualvorsätzliches Handeln vorliegt, von vornherein.

Dass dennoch kein unzulässiger Verstoss gegen das Insiderhandelsverbot vorliegt, liegt an der Ausnahme der zulässigen Mitteilung gemäss Art. 55g lit. b BEHV¹³⁶.

c) Die Ausnahme der zulässigen Mitteilung gemäss Art. 55g lit. b BEHV

Gemäss Art. 55g lit. b BEHV fällt die Mitteilung einer Insiderinformation dann nicht unter das aufsichtsrechtliche (bzw. aufgrund von Art. 14 StGB auch nicht unter das strafrechtliche) Insiderhandelsverbot, wenn die Mitteilung im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrags unerlässlich ist und der Informationsinhaber (i) den Informationsempfänger darauf hinweist, dass die Insiderinformation nicht ausgenützt werden darf und (ii) die Weitergabe der Insiderinformation und den Hinweis gemäss (i) dokumentiert.

Die Mitteilung der Insiderinformation „Übernahmeplan“ bzw. die darauffolgende Zustimmung des Ankeraktionärs ist aus Sicht der A AG (subjektiv) unerlässlich zur Lancierung eines Übernahmeangebots, welches allenfalls (z.B. bei Eintritt aller Bedingungen) zum Abschluss eines Kaufvertrags zwischen der A AG und den ehemaligen Aktionären der Z AG führt. Unseres Erachtens ist diese planmässige Unerlässlichkeit für die Anwendung der Ausnahme gemäss Art. 55g lit. b BEHV ausreichend¹³⁷. Die A AG wird sich allerdings der Zustimmung des Ankeraktionärs formell versichern wollen, in-

¹³⁵ Vgl. zum Unterschied des Tatbestands des aufsichtsrechtlichen und des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots IV.7. oben.

¹³⁶ Zu beachten ist, dass die Ausnahme der zulässigen Mitteilung gemäss Art. 55g lit. a BEHV nicht zur Anwendung gelangen kann, weil keine vertraglichen Pflichten bestehen, zu deren Erfüllung der Berater auf die Insiderinformation angewiesen ist (vgl. dazu V.4.c) oben).

¹³⁷ Diese Unerlässlichkeit scheint auch dem Verordnungsgeber zu genügen, der als Beispielfall die Mitteilung von Insiderinformationen im Rahmen eine Due Diligence im Hinblick auf eine M&A-Transaktion oder Kapitalmarkttransaktion anführt (Erläuterungsbericht BEHV 2013 [FN 25], 12).

dem sie mit ihm den Abschluss einer Andienungsvereinbarung (*Irrevocable*) anstrebt. Deren Inhalt bestünde in der Verpflichtung des Ankeraktionärs, seine Aktien im Rahmen des kommenden Angebots der A AG anzudienen¹³⁸. Mit Blick auf den Abschluss einer solchen Andienungsvereinbarung ist die Mitteilung der Insiderinformation „Übernahmeplan“ freilich unerlässlich.

d) *Fazit*

Sowohl für die Lancierung des Angebots, als auch für den Abschluss einer Andienungsvereinbarung mit dem Ankeraktionärs ist die Mitteilung der Insiderinformation „Übernahmeplan“ unerlässlich. Sofern die handelnden Verwaltungsratsmitglieder bzw. die A AG der Hinweis- und Dokumentationspflicht nachkommen, befinden sie sich im Schutz eines *Safe Harbours*.

6. Verteidigungsmöglichkeiten des kontaktierten Ankeraktionärs?

a) *Sachverhalt*

Auf die vertrauliche Kontaktaufnahme der A AG sind verschiedene Reaktionen des Ankeraktionärs denkbar.

So ist es einerseits möglich, dass der Ankeraktionär das geplante Übernahmeangebot der A AG unterstützt, mit der A AG eine Geheimhaltungs- und Stillhaltevereinbarung sowie eine Andienungsvereinbarung abschliesst und die von ihm gehaltenen Z AG Aktien schliesslich in das später folgende Übernahmeangebot der A AG andient. Aus insiderrechtlicher Sicht ist dieser Fall unproblematisch.

Andererseits ist es auch möglich, dass der Ankeraktionär das geplante Übernahmeangebot ablehnt und versucht, dessen Lancierung zu verhindern (z.B. weil er befürchtet, die A AG könnte entgegen ihrem ursprünglichen Plan ein Angebot auch ohne seine Unterstützung lancieren). Zu diesem Zweck könnte er insbesondere (i) vertraulich einen potentiellen *White Knight* kontaktieren

¹³⁸ Zu beachten ist, dass die Praxis der UEK und der FINMA, wonach Aktionäre von der so eingegangenen Andienungsverpflichtung wieder frei werden, wenn ein konkurrierendes Angebot folgt, nicht die prinzipielle vertrags- und übernahmerechtliche Zulässigkeit der Andienungsverpflichtungen beschlägt.

und diesen ebenfalls zu einem Übernahmeangebot zu motivieren versuchen, (ii) die Z AG vorwarnen, damit diese Massnahmen ergreifen kann, um das geplante Übernahmeangebot der A AG zu erschweren oder (iii) die Öffentlichkeit über das geplante Übernahmeangebot informieren, um die Übernahme durch die A AG zu verteuern und damit weniger attraktiv zu machen. Nachfolgend werden diese drei Varianten aus insiderrechtlicher Sicht analysiert.

b) Subsumption unter das Insiderhandelsverbot

Mit Blick auf alle drei Varianten ist ein unzulässiger Verstoß gegen die aufsichtsrechtliche und strafrechtliche Mitteilungsvariante des Insiderhandelsverbots zu prüfen¹³⁹. Die strafrechtliche Mitteilungsvariante ist allerdings nur für Primärinsider untersagt, sodass sich diesbezüglich die Vorfrage stellt, ob der Ankeraktionär als Primärinsider qualifiziert.

Die Insiderategorie der Primärinsider erfasst neben den Organinsidern auch die Funktionsinsider, also Personen, die aufgrund ihrer Beteiligung (oder aufgrund ihrer Tätigkeit) bestimmungsgemäss Zugang zu Insiderinformationen haben¹⁴⁰. Die Insiderinformation „Übernahmeplan“ kommt dem Ankeraktionär gerade wegen seiner Beteiligung an der Z AG zur Kenntnis. Es kann daher argumentiert werden, der Ankeraktionär habe aufgrund seiner Beteiligung an der Z AG bestimmungsgemäss Zugang zur Insiderinformation und qualifiziere daher als Primärinsider. Die Frage wird jedoch noch von den Gerichten zu klären sein. Zur Darstellung der nachfolgenden Varianten wird angenommen, dass der Ankeraktionär als Primärinsider qualifiziert.

aa) Mitteilung des Übernahmeplans an einen potentiellen White Knight oder an die Zielgesellschaft

Durch die Mitteilung des Übernahmeplans an einen potentiellen *White Knight* erfüllt der Ankeraktionär die Tatbestandselemente der Mitteilungsvariante

¹³⁹ Zu den verschiedenen Varianten des Insiderhandelsverbots (Handels-, Mitteilungs- und Empfehlungsvariante) vgl. IV.3. oben.

¹⁴⁰ Vgl. dazu IV.1. oben.

riante des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots. Zunächst erfüllt er den objektiven Tatbestand, da er als Primärinsider einem anderen eine Insiderinformation mitteilt. Zwar tut er dies insbesondere mit Blick auf die Lancierung eines Kaufangebots durch den potentiellen *White Knight*. Aufgrund der Mitteilung besteht allerdings das Risiko, dass der *White Knight* die Insiderinformation über die Handelsvariante ausnützt (z.B. indem er Calloptionen auf die Aktien der Z AG erwirbt) und sich einen Vermögensvorteil verschafft. Zwar ist ein solches Ausnützen aus Sicht des Ankeraktionärs nicht erwünscht. Da er sich aber mit diesem Risiko abfinden muss, wird die Mitteilungsvariante potentiell eventualvorsätzlich erfüllt¹⁴¹. Daneben erfüllt der Ankeraktionär den Tatbestand des aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbots¹⁴². Da im Zusammenhang mit dem aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbot kein subjektives Verschulden erforderlich ist, entfällt die Frage nach dem Eventualvorsatz von vornherein.

Die gleichen Überlegungen gelten für die Mitteilung der Insiderinformation an die Zielgesellschaft bzw. deren zuständigen Organe; auch dieser Sachverhalt erfüllt die Tatbestandselemente des strafrechtlichen und des aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbots.

Ob dennoch kein unzulässiger Verstoss gegen das Insiderhandelsverbot vorliegt, hängt davon ab, ob die Ausnahme der zulässigen Mitteilung gemäss Art. 55g lit. b BEHV¹⁴³ zur Anwendung gelangt.

bb) Information der Öffentlichkeit

Die Information der Öffentlichkeit durch den Ankeraktionär mittels öffentlicher Bekanntmachung des Übernahmeplans erfüllt weder den Tatbestand des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots, noch jenen des aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbots. Dies gilt zumindest insofern, als die Information

¹⁴¹ Zum Eventualvorsatz trotz innerer Ablehnung vgl. BGE 133 IV 222, Erw. 5.3.

¹⁴² Vgl. zum Unterschied des Tatbestands des aufsichtsrechtlichen und des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots IV.7. oben.

¹⁴³ Zu beachten ist, dass die Ausnahme der zulässigen Mitteilung gemäss Art. 55g lit. a BEHV nicht zur Anwendung gelangen kann, weil keine vertraglichen Pflichten bestehen, zu deren Erfüllung der Berater auf die Insiderinformation angewiesen ist (vgl. dazu V.4.c) oben).

„Übernahmeplan“ aufgrund der öffentlichen Bekanntmachung als „allgemein bekannt“ betrachtet werden kann¹⁴⁴. Dann handelt es sich nämlich mangels Vertraulichkeit nicht mehr um eine Insiderinformation i.S.v. Art. 2 lit. f BEHG und ein Verstoss gegen das Insiderhandelsverbot ist nicht mehr möglich.

Anzufügen ist in diesem Zusammenhang, dass sich der Ankeraktionär in eine zivilrechtlich schwierige Situation bringen kann, wenn er mit einer potentiellen Anbieterin vor der Mitteilung der Insiderinformation eine Vertraulichkeitsvereinbarung abgeschlossen hat. Die Möglichkeit der öffentlichen Bekanntmachung der Insiderinformation entfällt diesfalls.

c) *Anwendung der Ausnahme der zulässigen Mitteilung gemäss Art. 55g lit. b BEHV*

Gemäss Art. 55g lit. b BEHV fällt – wie bereits an anderer Stelle erwähnt – die Mitteilung einer Insiderinformation dann nicht unter das aufsichtsrechtliche (bzw. aufgrund von Art. 14 StGB auch nicht unter das strafrechtliche) Insiderhandelsverbot, wenn die Mitteilung im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrags unerlässlich ist und der Informationsinhaber (i) den Informationsempfänger darauf hinweist, dass die Insiderinformation nicht ausgenützt werden darf und (ii) die Weitergabe der Insiderinformation und den Hinweis gemäss (i) dokumentiert.

aa) *Mitteilung an den White Knight*

Die Mitteilung der Insiderinformation „Übernahmeplan“ vom Ankeraktionär an den potentiellen *White Knight* wäre mithin im Bereich des *Safe Harbours* von Art. 55g lit. b BEHV, wenn die Mitteilung im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrags unerlässlich wäre (und die Hinweis- bzw. Dokumentationspflicht erfüllt wird). Es ist nicht ohne Weiteres klar, dass der Ankeraktionär den genannten *Safe Harbour* zur Anwendung bringen kann mit dem

¹⁴⁴ In diesem Zusammenhang kann noch zwischen der Veröffentlichung der Information und ihrer Verarbeitung im Börsenkurs unterschieden werden, welche wegen mangelnder Informationseffizienz zeitlich auseinanderliegen. Vgl. dazu oben, IV.2.b) sowie LEUENBERGER (FN 10), 355 ff., m.w.H.

Argument, die Mitteilung des Übernahmeplans sei für den Abschluss eines Aktienkaufvertrags oder einer Andienungsvereinbarung mit dem *White Knight* unerlässlich. Theoretisch könnten diese Verträge nämlich auch ohne die Mitteilung der Insiderinformation Übernahmeplan abgeschlossen werden, weshalb argumentiert werden könnte, die Mitteilung der Insiderinformation sei nicht „unerlässlich“. In der Praxis dürfte freilich die Mitteilung des Übernahmeplans für die Überzeugung des *White Knight* unerlässlich sein. Dies sollte unseres Erachtens reichen, um den *Safe Harbour* zur Anwendung zu bringen (sofern auch die Hinweis- bzw. Dokumentationspflicht erfüllt wird). Solange allerdings keine Urteile oder Verfügungen zu dieser Frage ergangen sind, ist die Mitteilung aufgrund der bestehenden Unklarheit risikobehaftet.

bb) Mitteilung an die Zielgesellschaft

Im Gegensatz zur Mitteilung der Insiderinformation „Übernahmeplan“ an einen potentiellen *White Knight*, die mit Blick auf den Abschluss eines Aktienkaufvertrags oder einer Andienungsvereinbarung u.E. unerlässlich sein kann, ist im Zusammenhang mit der Mitteilung derselben Insiderinformation an die Zielgesellschaft kein Vertrag ersichtlich, für dessen Abschluss diese Mitteilung unerlässlich wäre. Mithin befindet sich der Ankeraktionär nicht im *Safe Harbours* von Art. 55g lit. b BEHV, wenn er die Zielgesellschaft vorwarnt.

d) Fazit

Unseres Erachtens befindet sich der Ankeraktionär, der einem potentiellen *White Knight* die Insiderinformation „Übernahmeplan“ mitteilt, um ihn zur rechtzeitigen Lancierung eines Angebots zu bewegen und mit ihm einen Aktienkaufvertrag oder eine Andienungsvereinbarung abzuschliessen, im *Safe Harbour* von Art. 55g lit. b BEHV (sofern auch die Hinweis- bzw. Dokumentationspflicht erfüllt wird); mithin verstiesse er weder gegen das strafrechtliche, noch das aufsichtsrechtliche Verbot. Bis zu einer allfälligen Bestätigung der hier vertretenen Auffassung durch die Gerichte bzw. die FINMA, ist die Mitteilung wegen Unklarheiten über den Begriff „unerlässlich“ allerdings risikobehaftet. Nicht in diesem *Safe Harbour* befindet sich der Anker-

aktionär, wenn er dieselbe Insiderinformation der Zielgesellschaft warnend mitteilt; diesfalls ist kein Vertrag ersichtlich, für dessen Abschluss diese Mitteilung unerlässlich wäre. Entscheidet sich der Ankeraktionär zur öffentlichen Bekanntmachung der Insiderinformation, erfüllt er mangels Vertraulichkeit der Information – m.a.W. mangels Vorliegen einer Insiderinformation – weder die strafrechtliche, noch die aufsichtsrechtliche Mitteilungsvariante.

7. Kontaktaufnahme mit der Zielgesellschaft

a) Sachverhalt

Angenommen der Ankeraktionär unterstützt das geplante Übernahmeangebot der A AG, wird die A AG entsprechend ihrem Übernahmeplan vertraulich den Verwaltungsrat der Z AG kontaktieren, um seine Zustimmung zum geplanten Übernahmeangebot zu erhalten (wobei die A AG jedoch entschlossen ist, im Fall einer Ablehnung ein feindliches Übernahmeangebot zu lancieren).

b) Subsumption unter das Insiderhandelsverbot und Anwendung von Ausnahmen

Im Zusammenhang mit dieser Kontaktaufnahme stellen sich verschiedene insiderrechtliche Fragen. Zunächst stellt sich – wie auch im Zusammenhang mit der Kontaktaufnahme mit dem Ankeraktionär – die Frage, ob die Mitteilung der Insiderinformation Übernahmeplan an die Z AG einen Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot darstellt. Weiter stellt sich die Frage, inwiefern die Z AG durch die Mitteilung dieser Insiderinformation im Zusammenhang mit Aktienrückkäufen eingeschränkt wird. Schliesslich stellt sich die Frage, ob die A AG nach einer allfälligen Zustimmung der Z AG zum Übernahmeangebot weiterhin Aktien der Z AG erwerben darf.

aa) Mitteilung des Übernahmeplans an die Zielgesellschaft

Die insiderrechtliche Frage im Zusammenhang mit der Mitteilung des Übernahmeplans an die Zielgesellschaft bzw. deren Organe ist ähnlich gelagert

wie im Zusammenhang mit der Mitteilung an den Ankeraktionär¹⁴⁵: Die handelnden Verwaltungsmitglieder erfüllen grundsätzlich die Tatbestandselemente des aufsichtsrechtlichen und des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots (Mitteilungsvariante), befinden sich aber im *Safe Harbour* von Art. 55g lit. b BEHV sofern die Mitteilung im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrags unerlässlich ist – in diesem Zusammenhang dürfte die A AG insbesondere eine Transaktionsvereinbarung mit der Z AG abschliessen wollen – und der Informationsinhaber (i) den Informationsempfänger darauf hinweist, dass die Insiderinformation nicht ausgenützt werden darf und (ii) die Weitergabe der Insiderinformation und den Hinweis gemäss (i) dokumentiert.

bb) Einschränkungen im Zusammenhang mit Aktienrückkäufen?

Mit der Revision des Insiderhandelsverbots wurde klargestellt, dass der Grundsatz „Niemand kann sein eigener Insider sein“ nicht – wie unter altem Recht von einer Minderheit behauptet – bedeutet, dass Transaktionen in eigenen Effekten aus insiderrechtlicher Sicht grundsätzlich zulässig sind¹⁴⁶. Wird also die Z AG von der A AG mit Blick auf das geplante Übernahmeangebot vertraulich kontaktiert, so kann die Z AG grundsätzlich durch Aktienrückkäufe gegen das aufsichtsrechtliche Insiderhandelsverbot verstossen. Dabei ist zwischen verschiedenen Arten von Aktienrückkäufen zu unterscheiden.

Vorab ist festzuhalten, dass das geplante Übernahmeangebot für die Z AG eine „potentiell kursrelevante Tatsache“ gemäss Art. 53 SIX-Kotierungsreglement darstellt, und daher von der Z AG öffentlich bekanntzumachen ist, sofern die Bekanntgabe nicht gemäss Art. 54 SIX-Kotierungsreglement aufgeschoben werden kann¹⁴⁷. Bei der nachfolgenden Betrachtung wird mithin davon ausgegangen, dass die Z AG die Bekanntgabe des geplanten Übernahmeangebots gemäss Art. 54 SIX-Kotierungsreglement aufschiebt; bei Be-

¹⁴⁵ Vgl. dazu V.5.b) oben.

¹⁴⁶ Vgl. dazu V.3.c) oben.

¹⁴⁷ Vgl. in diesem Zusammenhang auch den Kommentar zur SIX Richtlinie Ad-hoc-Publizität vom 1. November 2011, N 43.

kanntgabe des Übernahmeplans würden sich – mit Wegfall der Vertraulichkeit – allfällige insiderrechtlichen Fragen erübrigen¹⁴⁸.

aaa) Rückkauf ausserhalb eines Rückkaufprogramms

Die Z AG verstösst gegen das aufsichtsrechtliche Insiderhandelsverbot, wenn sie spontan – also namentlich ausserhalb eines Rückkaufprogramms – eigene Aktien zurückkaufte, um sich durch den Kursanstieg bei Bekanntwerden des Übernahmeangebots einen Vermögensvorteil zu verschaffen.

bbb) Rückkauf über Rückkaufprogramm

Für Aktienrückkäufe im Rahmen eines Rückkaufprogramm sieht Art. 55b BEHV einen *Safe Harbour* vor, wenn gewisse Voraussetzungen hinsichtlich Dauer, Rückkaufvolumen, Rückkaufpreis, Inhalt des Rückkaufinserats und Meldung an die Börse erfüllt sind (wobei für die konkreten Voraussetzungen zu unterscheiden ist, ob der Rückkauf „zum Marktpreis“ oder „zum Festpreis oder durch die Ausgabe von Put-Optionen“ erfolgt)¹⁴⁹. Allerdings kommt dieser *Safe Harbour* nicht zur Anwendung, wenn der Rückkauf während den *Black-out-Perioden* gemäss Art. 55c BEHV angekündigt oder vorgenommen wird. Als *Black-out-Periode* gilt insbesondere auch die Zeit, während der die Emittentin die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache gemäss den Bestimmungen der Börse aufschiebt. Schiebt die Z AG die Bekanntgabe des Übernahmeplans gemäss Art. 54 SIX-Kotierungsreglement auf, so dürfen während dieser Zeit ein Rückkauf weder angekündigt noch, wenn bereits ein Rückkaufprogramm besteht, vorgenommen werden.

ccc) Rückkauf über „blindes“ Rückkaufprogramm

Von den genannten *Black-out-Perioden* nicht betroffen sind gemäss Art. 55c Abs. 2 BEHV jedoch Rückkäufe zum Marktpreis durch eine Effekthändlerin, die vor der Eröffnung des Rückkaufprogramms beauftragt wurde und

¹⁴⁸ Vgl. dazu auch IV.2.b) oben.

¹⁴⁹ Art. 55b BEHV. Vgl. dazu auch III.2. oben.

ihre Entscheide ohne Beeinflussung durch die Emittentin innerhalb der von dieser vorgegebenen Parameter trifft¹⁵⁰. Diese Parameter müssen gemäss Art. 55c Abs. 3 BEHV vor der Veröffentlichung des Rückkaufangebots festgelegt worden sein und können während der Dauer des Rückkaufprogramms einmal im Monat angepasst werden; findet die Festlegung/Anpassung während einer *Black-out-Periode* statt, so darf der Rückkauf erst nach einer Wartezeit von 90 Tagen vorgenommen werden.

cc) Einschränkungen für die potentielle Anbieterin

Unter Ziffer V.3. wurde dargestellt, dass die A AG trotz Kenntnis der Insiderinformation „Übernahmeplan“ Aktien der Z AG erwerben darf, weil auf solche Käufe die Ausnahme „Niemand kann sein eigener Insider sein“ zur Anwendung kommt¹⁵¹. Es fragt sich nun, ob diese Ausnahme auch dann noch zur Anwendung kommt, wenn die einmal kontaktierte Z AG der A AG ihre Unterstützung des Übernahmeangebots mitgeteilt hat.

Im vorliegenden Modellfall hat der Verwaltungsrat der A AG beschlossen, eine Position in der Z AG aufzubauen und – sofern der Ankeraktionär die Übernahme unterstützt – unabhängig von der Zustimmung des Verwaltungsrats der Z AG ein Übernahmeangebot zu lancieren. Es kann mithin schlüssig argumentiert werden, dass zwischen der Kenntnisnahme der Zustimmung der Z AG und den weiteren Aktienkäufen zum Positionsaufbau kein Kausalzusammenhang besteht¹⁵². Entsprechend würden solche Käufe – weil das Tatbestandsmerkmal des Kausalzusammenhangs fehlt – auch keinen Verstoss gegen das Insiderhandelsverbot darstellen. Die A AG wäre allerdings gut beraten, die Irrelevanz der Zustimmung der Z AG (z.B. durch entsprechende formelle Beschlussfassung) klar zu dokumentieren.

Im – in der Praxis häufig vorkommenden – Fall, in welchem die potentielle Anbieterin das Angebot die Lancierung ihre Angebots von der Zustimmung

¹⁵⁰ Eine weitere – vorliegend nicht relevante – Ausnahme besteht für Effektenhändler (vgl. Art. 55c Abs. 2 lit. b BEHV).

¹⁵¹ Vgl. dazu V.3. oben.

¹⁵² Vgl. zum Erfordernis der Kausalität zwischen Kenntnis der Insiderinformation und Tathandlung IV.4. oben.

bzw. Unterstützung durch die Zielgesellschaft abhängig macht, kommt der positiven Reaktion der Zielgesellschaft u.E. die Qualität einer relevanten Insiderinformation zu, welche nicht mehr durch die eigenen Elemente und den eigenen Entschluss abgedeckt sind und damit die Anwendung der Ausnahme „Niemand kann sein eigener Insider sein“ ausschliesst¹⁵³.

c) *Fazit*

Hinsichtlich der Mitteilung des Übernahmeplans an die Z AG befindet sich die A AG bzw. befinden sich die handelnden Verwaltungsratsmitglieder u.E. im *Safe Harbour* von Art. 55g lit. b BEHV, sofern die Mitteilung mit Blick auf den Abschluss einer Transaktionsvereinbarung erfolgt und die A AG ihrer Hinweis- und Dokumentationspflicht nachkommt. Durch die Mitteilung der Insiderinformation können sich für die Z AG Einschränkungen im Zusammenhang mit dem Rückkauf eigener Aktien ergeben. Die Zustimmung der Z AG zum Übernahmeangebot kann dafür für die A AG Konsequenzen haben. Namentlich schliesst die Mitteilung bzw. Kenntnisnahme der Zustimmung die Anwendung der Ausnahme „Niemand kann sein eigener Insider sein“ insofern aus, als die Zustimmung der Z AG für die A AG eine Voraussetzung ist, um das Übernahmeangebot zu lancieren.

8. Mitteilung bzw. Kenntnisnahme von Insiderinformationen im Rahmen der *Due Diligence* Prüfung

a) *Sachverhalt*

Hat nach dem Ankeraktionär auch die Z AG dem geplanten Übernahmeangebot zugestimmt, so wird die Z AG die A AG in der Regel zur *Due Diligence* zulassen.

¹⁵³ Vgl. zur Ausnahme „Niemand kann sein eigener Insider sein“ V.3.c) oben. Ein denkbares Gegenargument wäre, dass es sich bei der Zustimmung der Zielgesellschaft nur um eine „abgeleitete“ Insiderinformation handelt, welche sich wiederum auf den eigenen Entschluss, ein Effektengeschäft zu tätigen, bezieht und daher die Anwendbarkeit des Grundsatzes „Niemand kann sein eigener Insider sein“ für die potentiellen Anbieterin nicht verhindern sollte.

b) *Subsumption unter das Insiderhandelsverbot und Anwendung von Ausnahmen*

In diesem Zusammenhang stellt sich zunächst die Frage, ob die Z AG bzw. die handelnden Verwaltungsratsmitglieder gegen das Insiderhandelsverbot, namentlich die Mitteilungsvariante, verstossen, falls sie der A AG im Rahmen der *Due Diligence* Insiderinformationen offenlegen. Weiter stellt sich aber auch die Frage, inwiefern die Mitteilung einer positiven¹⁵⁴ Insiderinformation die A AG z.B. beim Positionsaufbau, also beim heimlichen Zukauf von Aktien der Z AG über den Markt, einschränkt.

aa) *Mitteilung von Insiderinformationen im Rahmen der Due Diligence*

Sofern sich in den zur Verfügung gestellten *Due Diligence* Informationen auch Insiderinformationen finden, können die handelnden Verwaltungsratsmitglieder der Z AG die Tatbestandselemente der Mitteilungsvariante des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots erfüllen. Zunächst erfüllen sie den objektiven Tatbestand, da sie als Primärinsider qualifizieren und einem anderen eine Insiderinformation mitteilen. Aufgrund der Mitteilung besteht das Risiko, dass die A AG bzw. insbesondere die für die A AG handelnden Verwaltungsratsmitglieder die Insiderinformation über die Handelsvariante ausnützen und sich einen Vermögensvorteil verschaffen. Zwar ist ein solches Ausnützen aus Sicht der handelnden Verwaltungsratsmitglieder der Z AG selbst wohl unerwünscht; finden sie sich aber mit diesem Risiko ab, so wird die Mitteilungsvariante u.U. eventualvorsätzlich erfüllt¹⁵⁵. Daneben erfüllen sowohl die handelnden Verwaltungsratsmitglieder der Z AG, wie auch die Z AG als juristische Person selbst, den Tatbestand des aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbots (Mitteilungsvariante)¹⁵⁶. Im Zusammenhang mit dem aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbot ist kein subjektives Verschulden

¹⁵⁴ Dieselben Überlegungen gelten *mutatis mutandis* für negative Informationen, welche im Rahmen der *Due Diligence* in Erfahrung gebracht werden.

¹⁵⁵ Zum Eventualvorsatz trotz innerer Ablehnung vgl. BGE 133 IV 222, Erw. 5.3.

¹⁵⁶ Vgl. zum Unterschied des Tatbestands des aufsichtsrechtlichen und des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots IV.7. oben.

erforderlich. Damit entfällt die Frage, ob eventualvorsätzliches Handeln vorliegt, von vornherein.

Dass dennoch kein unzulässiger Verstoß gegen das Insiderhandelsverbot vorliegt, liegt an der Ausnahme der zulässigen Mitteilung gemäss Art. 55g lit. b BEHV, wonach die Mitteilung einer Insiderinformation dann nicht unter das aufsichtsrechtliche (bzw. aufgrund von Art. 14 StGB auch nicht unter das strafrechtliche) Insiderhandelsverbot fällt, wenn die Mitteilung im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrags unerlässlich ist und der Informationsinhaber (i) den Informationsempfänger darauf hinweist, dass die Insiderinformation nicht ausgenutzt werden darf und (ii) die Weitergabe der Insiderinformation und den Hinweis gemäss (i) dokumentiert¹⁵⁷.

Zwar ist die Mitteilung allfälliger Insiderinformation im Rahmen der *Due Diligence* nicht objektiv unerlässlich zur Lancierung eines Übernahmeangebots, welches allenfalls (z.B. bei Eintritt aller Bedingungen) zum Abschluss eines Kaufvertrags zwischen der A AG und den ehemaligen Aktionären der Z AG führt. Doch kann die Mitteilung aus Sicht der A AG (d.h. subjektiv) unerlässlich sein. Unseres Erachtens ist dies für die Anwendung der Ausnahme gemäss Art. 55g lit. b BEHV ausreichend. Diese Ansicht teilt der Verordnungsgeber, der als Beispielfall für die Anwendung der Ausnahme gemäss Art. 55g lit. b BEHV die Mitteilung von Insiderinformationen im Rahmen einer *Due Diligence* im Hinblick auf eine M&A-Transaktion oder Kapitalmarkttransaktion anführt¹⁵⁸.

Nicht genauer bestimmt ist im Übrigen der Detailierungsgrad, in welchem der Hinweis- und Dokumentationspflicht nachgekommen werden muss. Insbesondere ist fraglich, ob diese Pflichten „abstrakt“ erfüllt werden können, indem die Z AG die A AG (z.B. in der Vertraulichkeits- und Stillhaltevereinbarung) darauf hinweist, dass sich unter den im Rahmen der *Due Diligence* mitgeteilten Informationen auch Insiderinformation befinden können und diese gegebenenfalls nicht ausgenutzt werden dürfen. Unseres Erachtens er-

¹⁵⁷ Zu beachten ist, dass die Ausnahme der zulässigen Mitteilung gemäss Art. 55g lit. a BEHV nicht zur Anwendung gelangen kann, weil keine vertraglichen Pflichten bestehen, zu deren Erfüllung der Berater auf die Insiderinformation angewiesen ist (vgl. dazu V.4.c) oben).

¹⁵⁸ Erläuterungsbericht BEHV 2013 (FN 25), 12.

füllt ein solcher abstrakter Hinweis die Anforderungen gemäss Art. 55g lit. b BEHV.

bb) Einschränkungen für die Anbieterin aufgrund mitgeteilter Insiderinformationen

Die praktische Relevanz der Frage, inwiefern die Mitteilung einer positiven Insiderinformation die A AG z.B. beim Positionsaufbau einschränkt, ist begrenzt. Zunächst wird die Z AG mit der A AG in aller Regel eine Vertraulichkeits- und Stillhaltevereinbarung abschliessen wollen, bevor sie ihr Zugang zur *Due Diligence* gewährt. In diesen Fällen, erübrigen sich insiderrechtliche Fragen insofern, als für die die A AG Klarheit darüber besteht, dass sie aufgrund ihrer vertraglichen Verpflichtungen keine Aktien der Z AG kaufen bzw. verkaufen darf. Weiter muss eine besondere Konstellation vorliegen, dass die Z AG nicht verpflichtet ist, die Insiderinformation, welche der A AG im Rahmen der *Due Diligence* mitgeteilt wird, gemäss Art. 53 SIX-Kotierungsreglement offenzulegen¹⁵⁹. Zudem beschränkt sich der mögliche Anwendungsbereich auf den Zeitraum vor Lancierung des Übernahmeangebots. Zu diesem Zeitpunkt darf die A AG insofern keine Insiderinformationen mehr haben, als sie im Angebotsprospekt bestätigen muss, dass sie von der Z AG keine nicht öffentlichen Informationen über die Zielgesellschaft erhalten hat, die die Entscheidung der Angebotsempfänger massgeblich beeinflussen könnten¹⁶⁰.

Stellt sich die Frage in einer besonderen Konstellation aber dennoch, weil die A AG trotz Mitteilung einer (positiven) Insiderinformation im Rahmen der *Due Diligence* Aktien der Z AG über den Markt kauft, um sich einen damit einen Vermögensvorteil zu verschaffen, so verletzen die handelnden Verwaltungsratsmitglieder der A AG das aufsichts- und strafrechtliche Insiderhandelsverbot und die A AG selbst verletzt das aufsichtsrechtliche Insiderhandelsverbot. Insbesondere können sich weder die A AG noch die handelnden Verwaltungsratsmitglieder auf die Ausnahme „Niemand kann sein

¹⁵⁹ Denkbar wäre z.B., dass die Z AG selbst eine Übernahme plant, die sich positiv auch ihren eigenen Börsenkurs auswirken wird. Ein solcher Plan kann unter den Voraussetzungen von Art. 54 SIX-Kotierungsreglement aufgeschoben werden.

¹⁶⁰ Art. 23 Abs. 2 Übernahmeverordnung.

eigener Insider sein“ berufen, da es nicht (mehr) nur um die Umsetzung des eigenen Entschlusses, ein Effektengeschäft zu tätigen, geht¹⁶¹.

c) *Fazit*

Die Mitteilung von Insiderinformationen im Rahmen der *Due Diligence* ist für die Lancierung des Übernahmeangebots – auch nach Ansicht des Verordnungsgebers – unerlässlich. Sofern die handelnden Verwaltungsratsmitglieder bzw. die A AG der Hinweis- und Dokumentationspflicht nachkommen, befinden sie sich im Schutz eines *Safe Harbours*. Kauft die A AG in Kenntnis einer mitgeteilten Insiderinformation weiterhin Aktien der Z AG, z.B. um eine Position aufzubauen, so kann sie sich nicht auf die Ausnahme „Niemand kann sein eigener Insider sein“ berufen.

VI. Konklusion

Die insiderrechtliche Analyse der übernahmetypischen Situation anhand des Modellfalls zeigt, dass die Rechtsunsicherheit im Bereich des Insiderrechts durch die Revision weitgehend reduziert wurde. Insbesondere die Einführung von *Safe Harbours*, schafft im – durch die Insiderrevision 2013 ohnehin etwas kleiner gewordenen – Graubereich weisse Flecken, in denen Rechtssicherheit besteht.

Allerdings zeigen die konkreten Fälle auch, dass die Konturen dieser weissen Flecken schärfer gezogen werden müssen – insbesondere, um die *Safe Harbours* ihre volle Wirkung entfalten zu lassen. Hierzu bedarf es neben der Lehre insbesondere auch Entscheidungen der FINMA und der Gerichte.

Mit Blick auf die *Safe Harbours* ist es insbesondere Aufgabe der M&A-Anwälte, die Voraussetzungen für deren Anwendung zu dokumentieren (z.B. Hinweis- und Dokumentationspflicht gemäss Art. 55g lit. b BEHV).

¹⁶¹ Vgl. dazu V.3.c) oben.