

## **LL.M Internationales Wirtschaftsrecht**

# **Das Insiderhandelsverbot im Zusammenhang mit M&A-Transaktionen**

**28. November 2015**

Dr. Christian Leuenberger / Dr. Olivier Thormann



# Struktur

- **Allgemeiner Teil: Grundlagen des Insiderhandelsverbots**
  - Begründung des Verbots
  - Entstehungs- und Entwicklungsgeschichte des Insiderhandelsverbots
  - Das geltende Insiderhandelsverbot
    - Tatbestandselemente
    - Safe Harbours
    - Behörden und Koordination
  - Insiderstrafrecht und Geldwäscherei
  - Exkurs: Kursmanipulation und M&A-Transaktionen
- **Besonderer Teil: Insiderhandelsverbot in Übernahmesituationen**
  - Übernahmeplan als Insiderinformation
  - Aufbau einer Position in Zielgesellschaft
  - Kontaktaufnahme mit Grossaktionär und Zielgesellschaft
  - Kenntnisnahme von Insiderinformation in der Due Diligence
- **Fazit**



Bundesanwaltschaft  
Ministère public de la Confédération  
Ministero pubblico della Confederazione  
Procura pubblica federala



# Allgemeiner Teil: Grundlagen des Insiderhandelsverbots



Bundesanwaltschaft  
Ministère public de la Confédération  
Ministero pubblico della Confederazione  
Procura pubblica federala



# Insiderhandelsverbot: Warum?

## Begründung des Insiderhandelsverbots (I)

### Ethik

- **Insiderhandel ist „unfair“**
- **Was ist „unfair“? Fairness-Definitionen:**
  - Befolgung von Treuepflichten
  - Pflicht zur Schadloshaltung des Handelspartners
  - Gleichheit im Informationszugang
- **Welche Fairness-Definition Vorrang?**

## Begründung des Insiderhandelsverbots (II)

### Ökonomische Diskussion über Auswirkungen von Insiderhandel

- **Unternehmensebene:**
  - Agenturkosten werden (wohl) erhöht
- **Marktebene:**
  - Informationseffizienz wird gesenkt (Verdrängung der Analysten)
  - Preisrichtigkeit wird (wohl) gesenkt (Verdrängung der Analysten)
  - Transaktionskosten werden (wohl) erhöht (Systematisches Verlieren der Nicht-Insider)
  - Liquidität verringert sich (Rückzug der Investoren)

## Begründung des Insiderhandelsverbots (III)

### Begründung in der Schweiz

- **Begründung war bei Erlass von Art. 161 StGB unklar**
  - **Expertenkommission Schultz:** Ausnützen eines geheimen Wissensvorsprungs ist sozial-ethisch verpönt, Missbrauch sozialer Macht, Verletzung einer Vertrauensbeziehung, Marktschutz
  - **Botschaft 1985:** Schutz der Treuepflicht zum Unternehmen, Sauberkeit des Börsenmarktes, Chancengleichheit der Anleger
  - **Parlamentsdebatte:** Antrag Schmid auf Nichteintreten wegen fehlender Begründung
- **Durch Art. 40 BEHG geschützte Rechtsgüter**
  - Funktionsfähigkeit des Kapitalmarkts
  - Anlegerschutz (i.S.v. Gewährleistung der Chancengleichheit)



Bundesanwaltschaft  
Ministère public de la Confédération  
Ministero pubblico della Confederazione  
Procura pubblica federala



# Entstehung und Entwicklung des Insiderhandelsverbots



## Entstehung und Entwicklung des Insiderhandelsverbots (I)

- **1942: Rule 10b-5 in den USA**
- **1960er: Kritische Medienberichte aufgrund konkreter Fälle in der Schweiz**
  - Brown Boveri & Cie / Maschinenfabrik Oerlikon (1967)
  - Durand & Huguenin / Sandoz (1969)
  - Lonza / Alussuisse (1973)
- **1973: Publikation von „Effektenhandel durch Insider“ (Forstmoser)**
- **1974: Motion „Insiderhandel“ im Kantonsrat ZH**
- **1976: Ergebnisse Expertenkommission / Stellungnahme Regierung ZH**
- **1981: SEC v. Banca della Svizzera Italiana**
- **1982: MoU zwischen USA und CH / Konvention XVI der SBVg**
- **1982: Expertenkommission Schultz (Entwurf Art. 161 StGB)**

## Entstehung und Entwicklung des Insiderhandelsverbots (II)

- **1983: Vorentwurf aArt. 161 StGB (726a f. OR) durch EJPD (Vernehmlassung)**
- **1985: Vorlage zu aArt. 161 StGB durch Bundesrat**
- **1986/87: Beratung im Parlament / Verabschiedung von aArt. 161 StGB**
- **1988: Inkrafttreten aArt. 161 StGB**
- **2008: Revision**
  - **Streichung von aArt. 161 Ziff. 3 StGB (Ausweitung „Tatsache“)**

## Entstehung und Entwicklung des Insiderhandelsverbots (III)

- **2013: Revision und Überführung von aArt. 161 StGB in Art. 40 BEHG**
  - **Eingliederung der Straftatbestände ins BEHG**
  - **Ausdehnung des Täterkreises**
  - **Ausdehnung der Tathandlungen**
  - **Qualifizierter Fall als Vortat zur Geldwäscherei**
  - **Bundeskompetenz**
  - **Allgemeines aufsichtsrechtliches Verbot (Art. 33e BEHG)**
- **2016: Überführung von Art. 33e und 40 BEHG in Art. 142 und 154 FINFRAG**
  - **Ausdehnung der Tatobjekte für Sekundär- und Zufallsinsider**

→ **Tendenz: Ausweitung und Verschärfung**

## Entstehung und Entwicklung des Insiderhandelsverbots (IV)

→ Tendenz: Ausweitung und Verschärfung (?!)

- 2016: Überführung von Art. 33e und 40 BEHG in Art. 142 und 154 FINFRAG

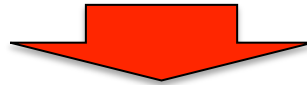
BEHG:	FINFRAG:
Börse (Art. 2 lit. b BEHG) →	Börse (Art. 26 lit. b FINFRAG) (Bew.pfl.)
börsenähnliche Einrichtung → (Art. 3 Abs. 4 BEHG)	<b>multilaterales Handelssystem (MTF)</b> (Art. 26 lit. c FINFRAG) (Bew.pfl.) <b>organisiertes Handelssystem (OTF)</b> (Art. 42 FINFRAG) ( <u>keine</u> Bew.pfl.)

→ Börsen & MTF gelten zusammen als Handelsplätze i.S.d. FINFRAG (Art. 26 lit. a)

## Entstehung und Entwicklung des Insiderhandelsverbots (V)

→ Börsen & MTF gelten zusammen als **Handelsplätze** i.S.d. FINFRAG (Art. 26 lit. a)

- **2015: Art. 33e Abs. 1 lit. a und Art. 40 Abs.1 lit. a BEHG:**  
«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»



- **2016: Art. 142 Abs. 1 lit. a und 154 Abs. 1 lit. a FINFRAG:**  
«dazu ausnützt, Effekten, die **an einem Handelsplatz** in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, zu erwerben, zu veräussern oder daraus abgeleitete Derivate einzusetzen»

→ **Tendenz: Ausweitung und Verschärfung (?!)**



Bundesanwaltschaft  
Ministère public de la Confédération  
Ministero pubblico della Confederazione  
Procura pubblica federala



# Tatbestandselemente



Aufsichtsrecht (33e BEHG)	Strafrecht (40 BEHG)
<p><sup>1</sup> Unzulässig handelt, wer eine Information, von der er weiss oder wissen muss, dass es eine Insiderinformation ist:</p>	<p><sup>1</sup> Mit Freiheitsstrafe bis zu drei Jahren oder Geldstrafe wird bestraft, wer als Organ oder Mitglied eines Leitungs- oder Aufsichtsorgans eines Emittenten oder einer den Emittenten beherrschenden oder von ihm beherrschten Gesellschaft oder als eine Person, die aufgrund ihrer Beteiligung oder aufgrund ihrer Tätigkeit bestimmungsgemäss Zugang zu Insiderinformationen hat, sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil verschafft, indem er eine Insiderinformation:</p>
<p>a. 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;</p>	<p>a. 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;</p>
<p>b. einem anderen mitteilt;</p>	<p>b. einem anderen mitteilt;</p>
<p>c. 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.</p>	<p>c. 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.</p>
	<p><sup>2</sup> Mit Freiheitsstrafe bis zu fünf Jahren oder Geldstrafe wird bestraft, wer durch eine Handlung nach Absatz 1 einen Vermögensvorteil von mehr als einer Million Franken erzielt.</p>
	<p><sup>3</sup> Mit Freiheitsstrafe bis zu einem Jahr oder Geldstrafe wird bestraft, wer sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil verschafft, indem er eine Insiderinformation, die ihm von einer Person nach Absatz 1 mitgeteilt wurde oder die er sich durch ein Verbrechen oder Vergehen verschafft hat, dazu ausnützt, Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, zu erwerben oder zu veräussern oder daraus abgeleitete Finanzinstrumente einzusetzen.</p>
	<p><sup>4</sup> Mit Busse wird bestraft, wer nicht zu den Personen nach den Absätzen 1–3 gehört und sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil verschafft, indem er eine 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.</p>

# Übersicht Tatbestandselemente

Aufsichtsrecht	Strafrecht
<b>Insiderinformation</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Information</li> <li>• Vertraulichkeit</li> <li>• Kursrelevanz</li> </ul>	<b>Insiderinformation</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Information</li> <li>• Vertraulichkeit</li> <li>• Kursrelevanz</li> </ul>
<b>Täter</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Natürliche und juristische Personen</li> </ul>	<b>Täter</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Nur natürliche Personen</li> <li>• Primär-, Sekundär- und Zufallsinsider</li> <li>• Subsidiäre Strafbarkeit juristischer Personen?</li> </ul>
<b>Tathandlung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ausnützen oder</li> <li>• Mitteilung inkl. Handels-Tipp</li> </ul>	<b>Tathandlung</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ausnützen</li> <li>• Mitteilung inkl. Handels-Tipp (nur Primärinsider)</li> </ul>
<b>Kausalzusammenhang</b> Insiderinformation - Tathandlung	<b>Kausalzusammenhang</b> Insiderinformation - Tathandlung
--	<b>Vermögensvorteil</b>
--	<b>Subjektiver Tatbestand</b> (Eventualvorsatz)



## Tatbestandselemente: Insiderinformation

- **Legaldefinition in Art. 2 lit. f BEHG:**
  - «Insiderinformation: vertrauliche Information, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs von Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, erheblich zu beeinflussen.»
- **Elemente der Insiderinformation**
  - **Information**
    - **Pläne?**
    - **Erfassung unternehmensexterner Sachverhalte?**
  - **Vertraulichkeit**
  - **Kursrelevanz**



Bundesanwaltschaft  
Ministère public de la Confédération  
Ministero pubblico della Confederazione  
Procura pubblica federala

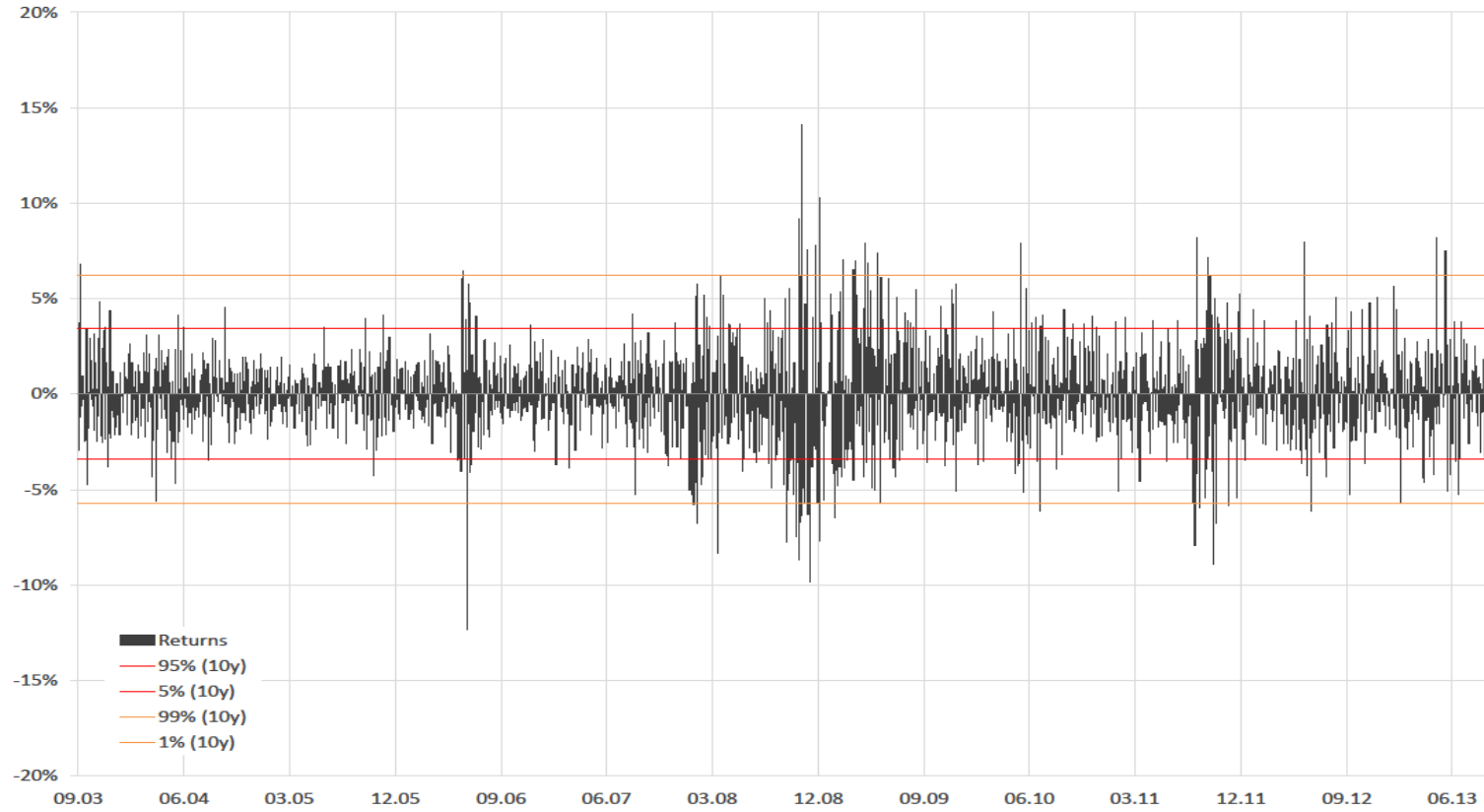


## Tatbestandselemente: Kursrelevanz der Insiderinformation

- **Erheblichkeit?**
  - FINMA RS 2013/08, Ziff. 10
  - Reasonable Investor Test &
    - => Peak over Threshold Test
    - => Probability Magnitude Test



Bundesanwaltschaft  
Ministère public de la Confédération  
Ministero pubblico della Confederazione  
Procura pubblica federala



## Tatbestandselemente: Täter

- **Strafrecht**
  - **Nur natürliche Personen**
    - **Primärinsider:**
      - Organ eines Emittenten (oder Mutter- bzw. Tochtergesellschaft)
      - Person, die aufgrund ihrer Beteiligung oder ihrer Tätigkeit bestimmungsgemäss Zugang zu Insiderinformationen hat
    - **Sekundärinsider:**
      - Person, die Insiderinformation/Tipp von Primärinsider bekommen hat
      - Person, die Insiderinformation durch Verbrechen / Vergehen erlangt hat
    - **Zufallsinsider:** Alle anderen Personen
  - Unterschiedliche Strafandrohung (Verbrechen – Vergehen – Übertretung)
  - Gewisse Tathandlungsvarianten können nur durch Primärinsider begangen werden
- **Aufsichtsrecht**
  - **Jede natürliche oder juristische Person**

## Tatbestandselemente: Tathandlung

- **Strafrecht und Aufsichtsrecht**
  - **Handelstatbestand:**
    - Erwerb oder Veräußerung von börsengehandelten Effekten
    - Einsatz von Derivaten, welche sich auf börsengehandelte Effekten beziehen
  - **Mitteilungstatbestand:**
    - Mitteilung der Insiderinformation an einen Dritten
    - Abgabe einer Handelsempfehlung
- **Strafrecht: Nur Primärinsider können den Mitteilungstatbestand erfüllen**
- **Frage / Diskussion**
  - Wie noch zu sehen sein wird, ist der Mitteilungstatbestand im Rahmen der Vorbereitung von M&A-Transaktionen in der Praxis besonders relevant. Ist diese Tatbestandsvariante mit Blick auf die geschützten Rechtsgüter gerechtfertigt? Welche Schwierigkeiten ergeben sich hinsichtlich der Auslegung?

## Tatbestandselemente: Kausalzusammenhang

- **Strafrecht und Aufsichtsrecht**
  - **Kausalzusammenhang zwischen Kenntnis der Insiderinformation und Tathandlung**
    - Kausalzusammenhang fehlt, wenn die Tathandlung durch die Kenntnis der Insiderinformation nicht beeinflusst wird
  - **Beispiel:** Person plant Effektenverkauf aus anderen Gründen und führt diesen Verkauf auch durch, obwohl ihr inzwischen noch eine Insiderinformation zur Kenntnis gelangt ist, welche die Effektentransaktion ebenfalls nahe legen würde.
    - Abgrenzung (Mitkausalität/ Missbräuchliche Daueraufträge)

## Tatbestandselemente: Taterfolg

- **Strafrecht**
  - **Insiderhandelsverbot ist ein Erfolgsdelikt**  
(wer „sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil verschafft“)
  - **Vermögensvorteil**
    - Vermögenszuwachs oder vermiedener Verlust
    - Buchgewinn reicht
    - Verantwortung nur in jenem Mass, als die Kursveränderung auf das Bekanntwerden der Insiderinformation zurückzuführen ist
  - **Solange Vermögensvorteil nicht eintritt, kommt nur Versuch in Betracht (Art. 22 StGB)**
- **Aufsichtsrecht**
  - **Kein Erfolgsdelikt / Kein Vermögensvorteil vorausgesetzt**
  - Grund: Aufsichtsrecht nicht auf Vergeltung von Fehlverhalten gerichtet, sondern auf den Schutz der Anleger und der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte

## Tatbestandselemente: Subjektiver Tatbestand

- **Strafrecht**
  - **Vorsatzdelikt (fahrlässige Begehung nicht strafbar)**
    - Eventualvorsatz ist aber (wohl) ausreichend (Art. 12 Abs. 2 StGB)  
⇒ Fahrlässige Begehung nicht strafbar
- **Aufsichtsrecht**
  - **Kein subjektiver Tatbestand erforderlich**
  - Grund: Aufsichtsrecht nicht auf Vergeltung von Fehlverhalten gerichtet, sondern auf den Schutz der Anleger und der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte





Bundesanwaltschaft  
Ministère public de la Confédération  
Ministero pubblico della Confederazione  
Procura pubblica federala



# Einschränkungen (Safe Harbours)

## Safe Harbours: Zulässige Verhaltensweisen (I)

- **4 Ausnahmen (d.h. zulässiges Verhalten, obwohl Tatbestand erfüllt)**
- **Gelten für Aufsichts- und Strafrecht (Art. 14 StGB)**
  - **„Niemand kann sein eigener Insider sein“ (Art. 55f lit. a)**
    - Effektengeschäfte zur Umsetzung des eigenen Entschlusses, ein Effektengeschäft zu tätigen (d.h. Positionsaufbau vor Angebot)
    - Diskussionspunkte zum Anwendungsbereichs:
      - Eigener Entschluss: Was wenn Entschluss von Zustimmung Dritter abhängt?
      - Entschluss, ein Effektengeschäft zu tätigen: Zulieferer möchte sich vor Abschluss eines Grossvertrags an Industrieunternehmen beteiligen?

## Safe Harbours: Zulässige Verhaltensweisen (II)

- **Zulässige Mitteilung von Insiderinformationen (Art. 55g)**
  - Mitteilung zulässig, wenn
    - a) Empfänger zur Erfüllung seiner gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten auf die Kenntnis der Insiderinformation angewiesen ist oder
    - b) sie für den Abschluss eines Vertrags unerlässlich ist (zudem Informations- und Dokumentationsanforderungen)
  - Diskussionspunkte zum Anwendungsbereich:
    - «Angewiesen» bzw. «unerlässlich» sein

## Safe Harbours: Zulässige Verhaltensweisen (III)

- **Rückkaufprogramme (Art. 55b f.)**
  - Aktienrückkäufe sind zulässig, wenn ein Rückkaufprogramm gewisse Voraussetzungen hinsichtlich Dauer, Volumen, Preis und Transparenz erfüllt
  - Vorsicht: Black-out-Perioden
    - Insbesondere: Während Bekanntgabeaufschieb einer ad hoc publizitätspflichtigen Information gemäss Börsenregularien (z.B. Art. 54 SIX KR)
- **Preisstabilisierung nach Public Placements (Art. 55e)**
  - Stabilisierungsmassnahmen nach Platzierung

## Insiderstrafrecht und Geldwäschereigesetzgebung (I)

- Konvention des Europarats vom 16. Mai 2005 über Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung sowie Ermittlung, Beschlagnahme und Einziehung von Erträgen aus Straftaten
- In CH umgesetzt über GwG und Art. 305bis sowie Art. 305ter StGB
- **Art. 40 Abs. 2 BEHG und Art. 40a Abs. 2 BEHG:**  
«Mit Freiheitsstrafe bis zu **fünf** Jahren oder Geldstrafe **[Verbrechen]** wird bestraft, wer durch eine Handlung nach **Absatz 1** einen Vermögensvorteil von mehr als einer Million Franken erzielt.»  
→ **Qualifizierter Tatbestand/Vortat i.S. der Geldwäschereigesetzgebung**
- **Insbesondere: Abstrakte doppelte Strafbarkeit**

## Insiderstrafrecht und Geldwäschereigesetzgebung (II)

- **Abstrakte doppelte Strafbarkeit**
  - Definition
  - Grundsatzentscheid: BGE 136 IV 179, E. 2.3.4
- **Anwendbarkeit im Börsenstrafrecht**
  - Grundsatzfrage
  - Potentiell weitreichende Folge
  - Praxiserfahrung

## Exkurs: Marktmanipulation und M&A-Transaktionen (I)

### Strafrechtliche Kursmanipulation (Art. 40a BEHG)

- **Täter:**
  - **Jede** natürliche Person
- **Handlung:**
  - Verbreitung **irreführender** Informationen wider besseren Wissens (Verbreitungsdelikt)
  - **Fiktiver Kauf und Verkauf** von an CH-Börse zugelassenen Effekten (Transaktionsdelikt)
    - für den/dieselbe(n) wirtschaftlich Berechtigten
    - für eine zu diesem Zweck zusammengeschlossene Gruppe
  - **Erhebliche Kursbeeinflussung**
  - Vermögensvorteil für Täter oder Dritten
- **Verschulden:**
  - (Eventual)Vorsatz + Absicht der Kursbeeinflussung



Bundesanwaltschaft  
Ministère public de la Confédération  
Ministero pubblico della Confederazione  
Procura pubblica federala



Subsumierbar unter CH-Recht ?





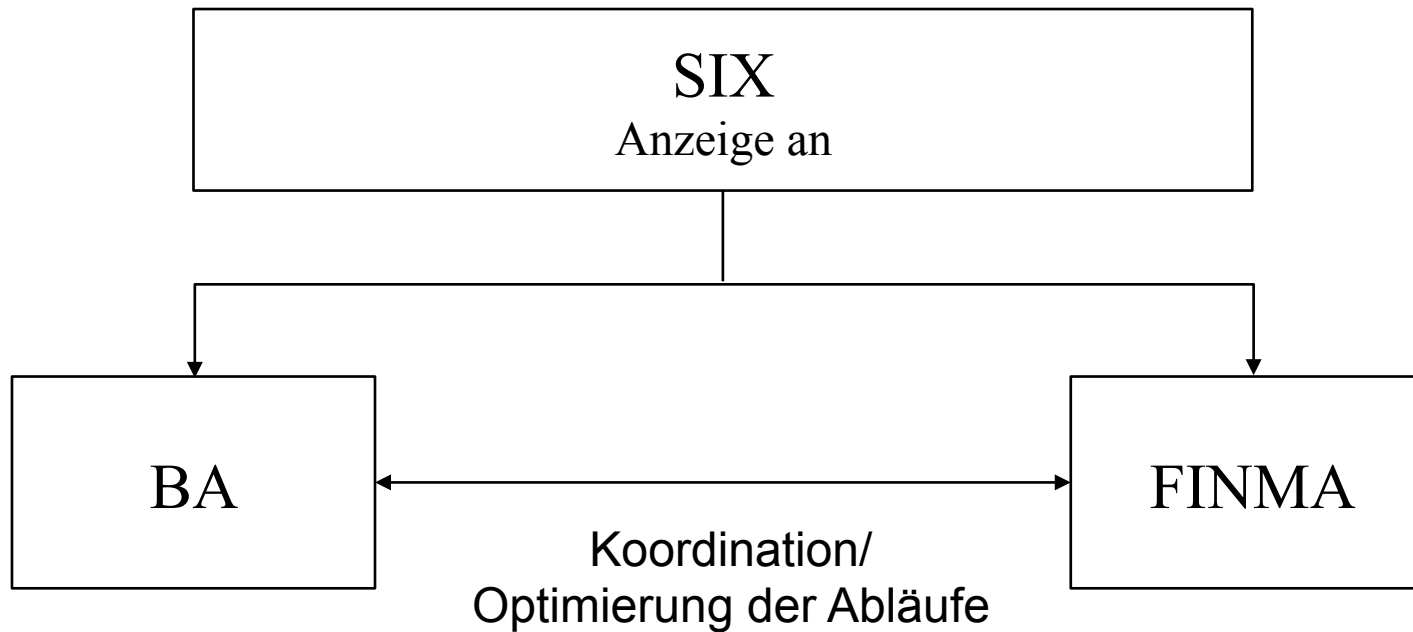
Bundesanwaltschaft  
Ministère public de la Confédération  
Ministero pubblico della Confederazione  
Procura pubblica federala



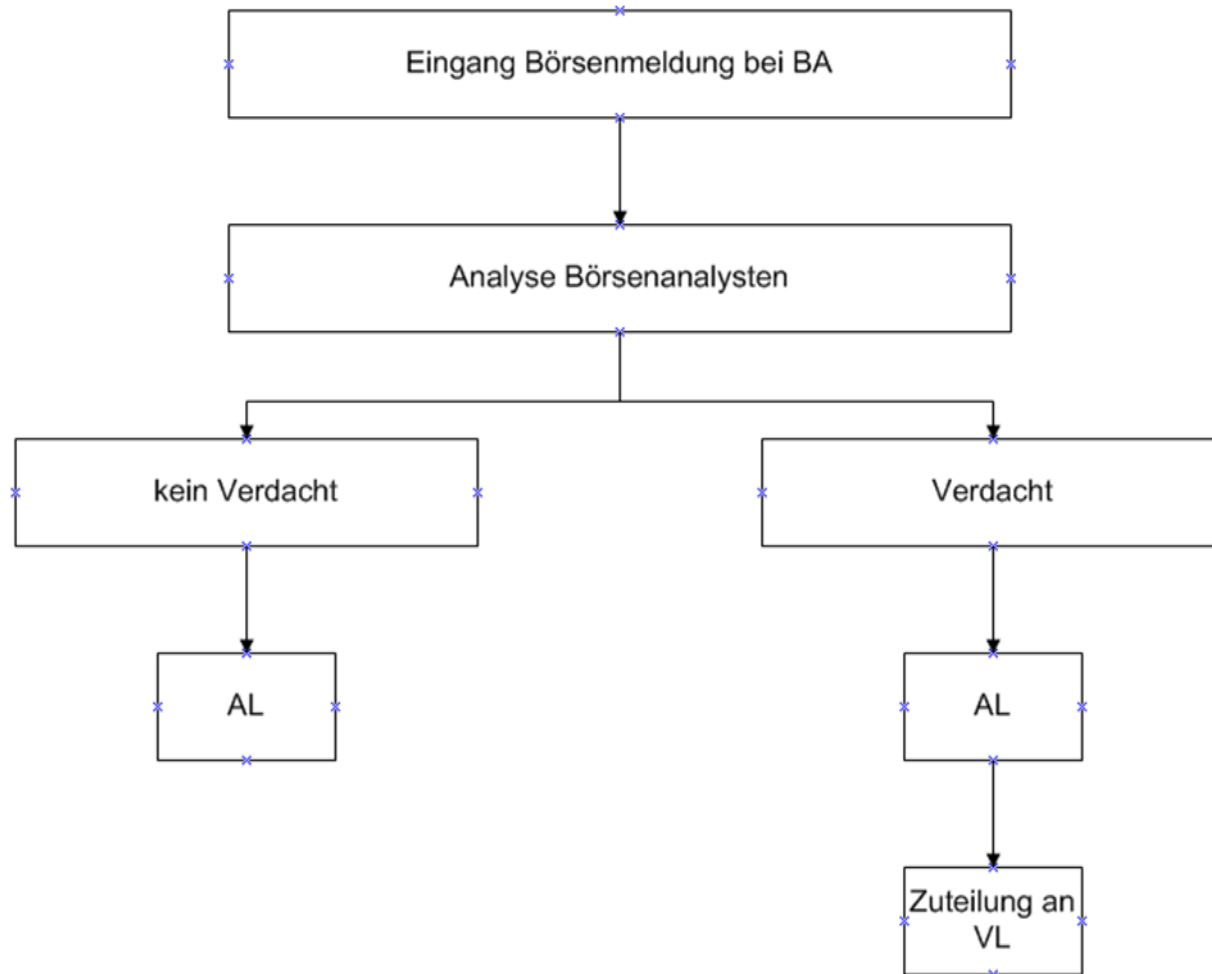
# Behörden und Verfahren

## Behörden und Verfahren

- **Zuständige Behörden**
  - BA (Strafrecht) und FINMA (Aufsichtsrecht)
  - Rolle der SIX (Selbstregulierung)
  - Koordination in der Praxis bzw. Verfahren
- **Verfahren**
  - Beispiel eines typischen Verfahrensablaufs
  - Allgemeine Koordination
  - Koordination im Einzelverfahren



ASAP / AMAP / AMAN





Bundesanwaltschaft  
Ministère public de la Confédération  
Ministero pubblico della Confederazione  
Procura pubblica federala



# Übersicht: Relevante Bestimmungen

# Normengeflecht (I)

Erlass	Inhalt und Bestimmung
<b>BEHG</b>	Definition Insiderinformation (Art. 2 lit. f)
	Strafrechtliches Insiderhandelsverbot (Art. 40 und 44)
	Aufsichtsrechtliches Insiderhandelsverbot (Art. 33e und 34)
<b>BEHV</b>	Ausnahmen vom Insiderhandelsverbot (Kap. 5a; Art. 55a – 55g)
	• Rückkaufprogramme (Art. 55b f.)
	• Preisstabilisierung nach Public Placements (Art. 55e)
	• „Niemand kann sein eigener Insider sein“ (Art. 55f lit. a)
	• Zulässige Mitteilung von Insiderinformationen (Art. 55g)

Nota bene: Gemäss Art. 14 StGB gelten Ausnahmen auch für Strafrecht!

## Normengeflecht (II)

Erlass	Inhalt und Bestimmung
<b>FINMA-RS 2013/8</b> <b>„Marktverhalten“</b>	Umschreibung „Insiderinformation“ (Kap. III) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Information (Abs. 1)</li> <li>• Vertraulichkeit (Abs. 2)</li> <li>• Kursrelevanz (Abs. 3)</li> </ul>
	Umschreibung „Ausnützen“ (Kap. IV) <ul style="list-style-type: none"> <li>• Abgeleitete Finanzinstrumente (Abs. 1)</li> <li>• Ändern / Stornieren von Aufträgen (Abs. 2)</li> <li>• Handelsempfehlung (Abs. 3)</li> <li>• Scalping (Abs. 4)</li> </ul>
	Zusätzliche Pflichten für gewisse Beaufsichtigte <ul style="list-style-type: none"> <li>• Primärmarkt / ausländische Effekten (Kap. VII)</li> <li>• Organisationspflichten (Kap. VII)</li> </ul>

# Praxisbeispiel und seine Varianten

## (als/zur Aktivierung)



# **Besonderer Teil: Insiderhandelsverbot in Übernahmesituationen**

# Modellfall

Vorab die wesentlichen Insiderinformationen:

Die notwendigen Elemente ergeben sich aus dem Zusammenspiel von:

- Art. 40 BEHG
- BEHV (insb. Kapitel 5a)
- Rundschreiben FINMA 2013/08

Ein Lösungsvorschlag zum Nachlesen findet sich bei:

Öffentliche Übernahmen und das revidierte Insiderhandelsverbot,  
Christian Leuenberger und Olivier Thormann,  
in: Mergers & Acquisitions XVI, Zürich 2014

# Modellfall

- A AG (nicht kotiert) und Z AG (an SIX Swiss Exchange kotiert)
- VR der A AG hat folgenden Übernahmeplan beschlossen:
  - Aufbau einer Position in der Z AG über Zukäufe auf dem Markt (max. knapp unter 3%)
  - Vertrauliche Kontaktaufnahme mit dem (einzigem) Grossaktionär der Z AG, um sich seiner späteren Andienung zu versichern
  - Bei Zustimmung des Grossaktionärs:
    - Vertrauliche Kontaktaufnahme mit VR der Z AG, um freundliche Übernahme zu versuchen
    - Bei Ablehnung durch VR: feindliches Angebot
    - Jedenfalls: A AG bereit, eine substantielle Prämie gegenüber dem gegenwärtigen Börsenkurs zu bezahlen

# Übernahmeplan als Insiderinformation

„Insiderinformation“ gemäss Art. 2 lit. f BEHG:

- **Information**
  - Unternehmensexterner Sachverhalt?
  - Plan als Information?
- **Kursrelevanz**
  - Reasonable Investor Test
  - Erheblichkeit?
- **Vertraulichkeit**
  - Nicht öffentlich bekannt (bzw. nicht verarbeitet)

# Aufbau einer Position in der Zielgesellschaft

- **Sachverhalt**
  - Organe/MA der A AG (für Rechnung der A AG) kaufen Aktien der Z AG in Kenntnis der Insiderinformation „Übernahmeplan“
- **Subsumtion unter Insiderhandelsverbot**
  - Strafrecht: Organe/MA der A AG erfüllen Tatbestand
  - Aufsichtsrecht: A AG und ihre Organe/MA erfüllen Tatbestand
- **Ausnahme: Grundsatz „Niemand kann sein eigener Insider sein“ (Art. 55f lit. a BEHV)**
  - Umsetzung des eigenen Entschlusses, ein Effektengeschäft zu tätigen und (kumulativ)
  - Entschluss wurde nicht aufgrund einer Insiderinformation gefasst.

# Exkurs: Die Einschaltung von M&A-Beratern

- **Sachverhalt**
  - A AG schliesst Beratungsverträge mit M&A-Beratern ab
  - Danach teilt A AG bzw. deren Organe/MA den M&A-Beratern die Insiderinformation „Übernahmeplan“ mit
- **Subsumtion unter Insiderhandelsverbot**
  - Strafrecht: Organe/MA der A AG erfüllen Tatbestand (Mitteilungsverbot) idR nicht
  - Aufsichtsrecht: A AG bzw. deren Organe/MA erfüllen Tatbestand (Mitteilungsverbot)
- **Ausnahme: Zulässige Mitteilung gemäss Art. 55g lit. a BEHV**
  - Zulässig sofern Mitteilungsempfänger zur Erfüllung seiner gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten auf die Kenntnis der Insiderinformation angewiesen ist.

# Kontaktaufnahme mit Grossaktionären (I)

- **Sachverhalt**
  - Organe/MA der A AG teilen Grossaktionär die Insiderinformation „Übernahmeplan“ mit
  - Kein Confidentiality Agreement / Standstill
- **Subsumtion unter Insiderhandelsverbot**
  - Strafrecht: Organe/MA der A AG erfüllen Tatbestand (Mitteilungsverbot)
  - Aufsichtsrecht: A AG bzw. deren Organe erfüllen Tatbestand (Mitteilungsverbot)
- **Ausnahme: Zulässige Mitteilung gemäss Art. 55g lit. b BEHV**
  - Im Hinblick auf Vertragsschluss unerlässlich und (kumulativ)
  - der Mitteilende
    - den Empfänger auf Insiderhandelsverbot hinweist und
    - die Weitergabe der Information und den Hinweis nach Ziffer 1 dokumentiert.

## Kontaktaufnahme mit Grossaktionären (II)

- **Sachverhalt**
  - Grossaktionär will Übernahme durch A AG verhindern und informiert daher
    - (a) potentiellen White Knight oder
    - (b) Z AG
- **Subsumtion unter Insiderhandelsverbot**
  - Strafrecht: Grossaktionär u.E. Primärinsider → erfüllt Tatbestand (Mitteilungsverbot)
  - Aufsichtsrecht: Grossaktionär erfüllt Tatbestand (Mitteilungsverbot)
- **Zulässige Weitergabe gemäss Art. 55g lit. b BEHV?**
  - White Knight: in dubio: Negativ
  - Z AG: Negativ (aber öffentliche Bekanntmachung als Alternative)



# Kontaktaufnahme mit Zielgesellschaft (I)

- **Sachverhalt**
  - A AG bzw. deren Organe/MA teilen der Z AG die Insiderinformation „Übernahmeplan“ mit
- **Subsumtion unter Insiderhandelsverbot**
  - Strafrecht: Mitteilende der A AG erfüllen potentiell den Tatbestand (Mitteilungsverbot)
  - Aufsichtsrecht: A AG bzw. deren Organe/MA erfüllen Tatbestand (Mitteilungsverbot)
- **Ausnahme: Zulässige Weitergabe gemäss Art. 55g lit. b BEHV**
  - Sofern Mitteilung unerlässlich mit Blick auf Abschluss einer Transaktionsvereinbarung ist
  - Dokumentationspflicht

## Kontaktaufnahme mit Zielgesellschaft (II)

- **Sachverhalt**
  - Organe/MA kaufen für die Z AG trotz Kenntnis der Insiderinformation „Übernahmeplan“ eigene Aktien zurück
- **Subsumtion unter Insiderhandelsverbot**
  - Strafrecht: Organe/MA der Z AG erfüllen Tatbestand
  - Aufsichtsrecht: Z AG bzw. deren Organe/MA erfüllen Tatbestand
- **Ausnahmen:**
  - **Keine Anwendung von „Niemand kann sein eigener Insider sein“**
  - **Insiderhandelsverbot und Rückkäufe eigener Aktien (Aufschub ad-hoc Publizität)**
    - Kauf ausserhalb Rückkaufprogramm: negativ
    - Kauf über öffentliches Rückkaufprogramm: negativ
    - Kauf über „blindes“ Rückkaufprogramm: 55c Abs. 2 BEHV ?

## Kontaktaufnahme mit Zielgesellschaft (III)

- **Sachverhalt**
  - Z AG teilt A AG auf Kontaktaufnahme hin mit, dass sie Übernahmeplan unterstützt
  - A AG kauft danach weiterhin Aktien der Z AG über den Markt (Positionsaufbau)
- **Subsumtion unter Insiderhandelsverbot**
  - Strafrecht: Organe /MA der A AG erfüllen Tatbestand
  - Aufsichtsrecht: A AG bzw. deren wissend Ausführenden erfüllen den Tatbestand
- **Anwendung von „Niemand kann sein eigener Insider sein“ möglich?**
  - TBD (Zustimmung irrelevant für Durchführung des Übernahmeplans?)
  - Neue Annahme: A AG würde nur ein freundliches Angebot in Betracht ziehen; kein feindliches.
    - In dubio: Negativ (vgl. Erläuterungsbericht zur Änderung der BEHV).
    - Pro: Insiderinformationen, die sich auf den eigenen Entschluss beziehen

# Kenntnisnahme von Insiderinformationen bei Due Diligence Prüfung (I)

- **Sachverhalt**
  - Z AG und A AG schliessen Confidentiality und Standstill Agreement ab
  - Z AG lässt A AG zur Due Diligence zu und in der Due Diligence erhält A AG Kenntnis von Insiderinformationen betreffend Z AG
- **Subsumtion unter Insiderhandelsverbot**
  - Strafrecht: Organe der Z AG erfüllen Tatbestand idR nicht (kein Eventualvorsatz)
  - Aufsichtsrecht: A AG bzw. deren Organe erfüllen Tatbestand
- **Ausnahme: Zulässige Mitteilung gemäss Art. 55g lit. b BEHV**
  - Zulässig (Erläuterungsbericht BEHV)
  - Hinweis- und Dokumentationspflicht

# Kenntnisnahme von Insiderinformationen bei Due Diligence Prüfung (II)

- **Sachverhalt**
  - Z AG lässt A AG zur Due Diligence zu und in der DD erhält A AG Kenntnis von Insiderinformationen betreffend Z AG
  - A AG kauft in Kenntnis der Insiderinformationen (weiter) Aktien der Z AG auf
- **Subsumtion unter Insiderhandelsverbot**
  - Organe/MA der A AG erfüllen Tatbestand des strafrechtlichen Insiderhandelsverbots
  - A AG bzw. deren Organe erfüllen den Tatbestand des aufsichtsrechtlichen Insiderhandelsverbots
- **Keine Safe-Harbour Ausnahme**
- **In der Praxis wohl nur selten relevant**
  - Kauf vor Angebot: Standstill
  - Angebotsprospekt: Offenlegungspflicht

# Fazit

- Es gibt nach wie vor relativ viele Unklarheiten hinsichtlich des genauen Anwendungsbereich des Insiderhandelsverbots („Graubereich“)
- Aber: Gerade im Zusammenhang mit öffentlichen Übernahmen bringen die neuen *Safe Harbours* punktuelle Rechtssicherheit („weisse“ Bereiche...deren Konturen allerdings durch die Rechtsprechung noch zu verfeinern sind)
- Der M&A-Anwalt muss mit Blick auf die *Safe Harbours* beachten, dass deren Anwendung gut dokumentiert ist (z.B. Hinweis- und Dokumentationspflicht)



Bundesanwaltschaft  
Ministère public de la Confédération  
Ministero pubblico della Confederazione  
Procura pubblica federala



**Dr. Christian Leuenberger**

[christian.leuenberger@pestalozzilaw.com](mailto:christian.leuenberger@pestalozzilaw.com)

T +41 (0)44 217 92 13

Pestalozzi Rechtsanwälte AG  
Löwenstrasse 1  
8001 Zürich

[www.pestalozzilaw.com](http://www.pestalozzilaw.com)

**Dr. Olivier Thormann**

[olivier.thormann@ba.admin.ch](mailto:olivier.thormann@ba.admin.ch)

T +41 (0)31 322 06 58

Bundesanwaltschaft BA  
Taubenstrasse 16  
3003 Bern

[www.bundesanwaltschaft.ch](http://www.bundesanwaltschaft.ch)