



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



# Öffentliche Übernahmen und das revidierte Insiderhandelsverbot

# Struktur

- **Allgemeiner Teil: Grundlagen des Insiderhandelsverbots**
  - Ziele und Eckpunkte der Revision
  - Aufsicht- und Strafrecht
  - Überblick über die Tatbestandselemente
  - Überblick über das neue Normengeflecht
- **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

# Ziele der Revision

- **Ausgangslage**
  - „constat d'échec“
  - Expertenbericht
- **Ziele**
  - Effiziente Normen (internationaler Standard) und
  - Effiziente Strafverfolgung

=> Integrität und Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Finanzplatzes stärken

# Eckpunkte der Revision

- Eingliederung der Straftatbestände ins BEHG
- Ausdehnung des Täterkreises
- Ausdehnung der Tathandlungen
- Qualifizierter Fall als Vortat zur Geldwäscherei
- Bundeskompetenz
  
- Allgemeines aufsichtsrechtliches Insiderhandelsverbot

# 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)

# Normengeflecht nach der Revision (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)
	• Black-out-Perioden (Art. 55c)
	• 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 nach der Revision (II)

Erlass	Inhalt und Bestimmung
<b>FINMA-RS</b> <b>„Marktverhalten“</b> (Anhörungsentwurf)	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>



# **Besonderer Teil: Insiderhandelsverbot in Übernahmesituationen**

# 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)

**Fazit: Übernahmeplan der Z AG ist eine Insiderinformation**

# 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.

**Fazit: Aufbau einer Position ist aus insiderrechtlicher Sicht zulässig**

# 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.

**Fazit: Mitteilung an die M&A-Berater zulässig**

# 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.

**Fazit: Mitteilung an Grossaktionär kann zulässig sein, wenn z.B. Irrevocable angestrebt unter Einhaltung der Hinweis- bzw. Dokumentationspflicht**

## 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)

**Fazit : Mitteilung an potentiellen White Knight oder an Zielgesellschaft sind nicht durch Safe Harbour geschützt**

# 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

**Fazit: Mitteilung an Zielgesellschaft ist zulässig, wenn z.B. Transaktionsvereinbarung angestrebt und Hinweis- bzw. Dokumentationspflicht erfüllt wird**



# 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 ?

## Fazit:

- **Ad hoc Publizität: *business as usual* (Chancengleichheit)**
- **Bei Aufschub der ad hoc Meldung: ev. Rückkäufe über qualifiziertes Rückkaufprogramm zulässig**

## 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

**Fazit (bis auf Weiteres): Wenn Zustimmung der Zielgesellschaft für die Durchführung des Übernahmeplans relevant, kann sich Anbieterin nicht mehr auf „Niemand kann sein eigener Insider sein“ stützen, sobald die Zustimmung erfolgt ist**

# 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

**Fazit: Zulassung zur Due Diligence ist zulässig - Hinweis- bzw. 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: Bei Kenntnisnahme von Insiderinformationen in der Due Diligence, ist der Kauf weiterer Aktien der Z AG durch die A AG unzulässig**

## Fazit

- Auch nach der Revision besteht über den genauen Anwendungsbereich des Insiderhandelsverbots Definierungsbedarf („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)