

Sneaking Tactics und FINMA Power Enforcement

EIZ Vortragsreihe am Mittag vom 29. April 2011

CS Forum St. Peter, Zürich

Dieter Dubs / Peter Honegger



- **Dr. Dieter Dubs** (Bär & Karrer AG)
- **Dr. Peter Honegger** (Niederer Kraft & Frey AG)



NIEDERER KRAFT & FREY



De quoi s'agit-il?

Sneaking Tactics

- Fälle Saurer, Sulzer, Implenia
- Gruppenbildung und indirekter Erwerb*
- Umgehung der börsenrechtlichen Meldepflichten

*Art. 9 Abs. 1 BEHV- FINMA:

Meldepflichtig sind die wirtschaftlich Berechtigten an direkt oder indirekt erworbenen oder veräusserten Beteiligungspapieren, wenn sie durch den Erwerb oder die Veräusserung die Grenzwerte von Artikel 20 Absatz 1 des BEHG (Grenzwert) erreichen, über- oder unterschreiten.

Enforcement

- Sachverhaltsermittlung durch die FINMA
- Was heisst „Power Enforcement“
- FINMA untersucht und entscheidet



De quoi s'agit-il?

Zeuge S.B. im Fall Sulzer:

„Es kann nicht das Problem einer Bank sein, wenn ein Investor zuerst viele kleine Chalets baut und diese erst später zu einem grossen Gebilde werden.“



These 1: Sneaking Tactics als blosser Ergebnis von Angebot und Nachfrage am Markt

These

- Beteiligungsaufbau als (blosser) Marktergebnis
 - Bestimmungsfaktoren sind: Preis und folglich Angebot und Nachfrage
- Offenlegungsrecht wird als Abwehrmassnahme missbraucht (und ersetzt fehlende statutarische Kontrollbeschränkungen)
 - Beleg: Suspendierung des Stimmrechts als Rechtsfolge einer Verletzung

Antithese

- Offenlegungsrecht als Teil des "Funktionsschutzes"
- Offenlegungsrecht hat "Eigenwert"



Eigenwert des Offenlegungsrechts

Offenlegungsrecht als:

- wesentliches Instrument zur Gewährleistung der Transparenz
- geschaffene Transparenz ist Element der Marktpreisbildung

Botschaft BEHG, Sonderdruck, Seite 42

„Eine Meldepflicht ist geeignet, die Transparenz für Anleger und Gesellschaften im schweizerischen Wertpapierhandel zu fördern. Die Veränderung massgeblicher Beteiligungen ist kursrelevant. Sind das Volumen der frei handelbaren Titel und die Existenz von Grossaktionären bekannt, so werden missbräuchlich nutzbare Informationsvorsprünge reduziert.“



Eigenwert des Offenlegungsrechts

Offenlegungsrecht als Regelungsbestandteil des Übernahmerechts:

- Begrenzungswirkung für Beteiligungserwerb ohne Kaufangebot (Kontrollbegrenzungswirkung des Offenlegungsrechts)
- Erschwerung einer „Vorverteilung“ der Kontrollprämie

Botschaft BEHG, Sonderdruck, Seite 42

„Eine Meldepflicht ist eng verknüpft mit der Regelung der öffentlichen Kaufangebote. Der heimliche Erwerb, aber auch die heimliche Veräusserung massgeblicher Beteiligungen über die Börse werden damit verunmöglicht. Infolge der Meldepflicht kann somit ein Aufkäufer sein Erwerbsziel, ausser er realisiert es mittels Paketkauf auf privatem Weg, praktisch nur noch über ein öffentliches Angebot erreichen. Nach der Offenlegung bisheriger Erwerbsvorgänge werden die Kurse reagieren, und die Vorteile weiterer stiller Aufkäufe nehmen stark ab. Die Anteile, die der Aufkäufer ohne Offenlegung erwerben kann, sind durch die Offenlegungsschwellen begrenzt.“

These 2: Anfangsverdacht rascher Positionsaufbau

These

- Positionsaufbau von 10-15% in vier Tagen verdächtig
- Anzeige der betroffenen Gesellschaft an FINMA
- Medienbericht

Antithese

- Blockhandel
- Titelanalysen, Titelflucht und Ausverkaufsstimmung
- der Industrielle als „Contrarian“



Beispiele

Sulzer:

- OTC-Transaktionen in Sulzer-Aktien am 20. April 2007: fast 20% der Aktien wechseln innert 20 Minuten den Besitzer
 - 11.32h: 125'000 (3.5%) zu je CHF 1730
 - 11.32h: 175'000 (5%) zu je CHF 1730
 - 11.33h: 25'000 (0.7%) zu je CHF 1730
 - 11.34h: ca. 35'000 (1%) zu je CHF 1730
 - 11.35h: ca. 45'000 (1.3%) zu je CHF 1730
 - 12.00h: 300'000 (8.5%) zu je CHF 1730
- Meldung Everest ebenfalls per 20. April 2007
 - Beteiligung von 17.51% in Aktien und 14.4% in Optionen



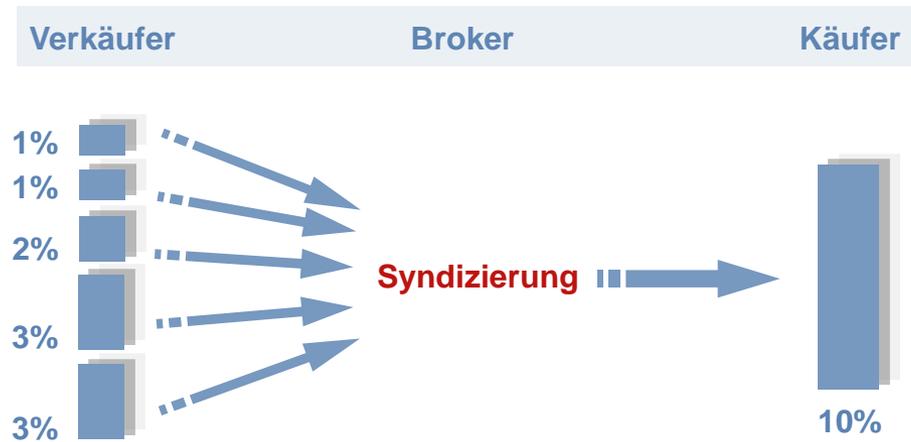
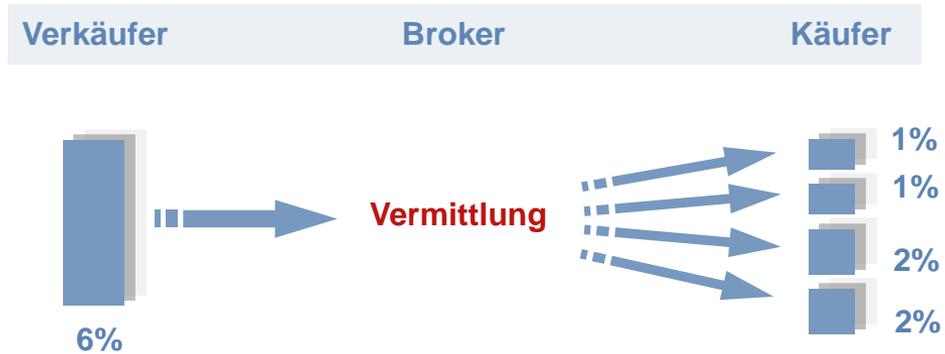
Beispiele

Implenia:

- Informelle Information durch L im Februar 2007: “L controls 22% of Target shares“
- Offenlegungen durch L
 - 5 April: L Funds halten 12.2% Aktien
 - 16 April: L Funds halten 22.89% Aktien
- Gemeldete Börsenumsätze (z.B.)
 - 4 April 2007: SWX: 50'880 (0.275%) Aktien / OTC: nichts
 - 5 April 2007: SWX: 37'124 (0.201%) Aktien / OTC: nichts
 - Theoretisch sind Umsätze, die der SWX nicht gemeldet werden, möglich, aber kaum in einem Umfang von 10%



Blockhandel



Blockhändler sind Memory Spieler

Larry Harris*

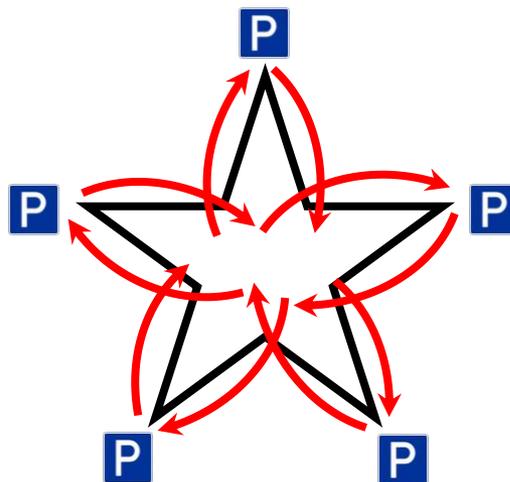
„Block traders play a game similar to the card game Concentration, in which players take turns uncovering cards two at a time and attempt to match them. To match buyers to sellers, block traders must remember who was, who is, and - most important - who would be interested in trading hundreds of securities.“

*ehemaliger Chefökonom der SEC



Titel aus dem Markt nehmen

SULZER



These 3: Offenlegungspflicht ohne Grenzen?

These

- **Historische Entwicklungsschritte**
 - Saurer (physisch ausübbare Optionen)
 - Sulzer (cash settled options)
 - Implenia (contract for difference)
- **„weiterentwickelte“ Erwerbsformen: Indexprodukte / Blockhandel / Beteiligungsprogramme**
- **Anwendung und „Ausweitung“ des Handelns in gemeinsamer Absprache (Offenlegungsgruppe)**

Antithese

- **Offenlegungstatbestand muss im Einzelfall erfüllt sein**



Beispiel Sauer

Investor erwirbt real (physisch) ausübbar Optionen

- **Optionserwerb als indirekter Erwerb von Aktien**
 - **„tailor made“ options**
 - **Besondere Anbahnung des Optionsgeschäfts**
 - **Besondere Parameter für Bewertung der Option(en)**
 - **Ausmass“/Bewirtschaftung des „Delta Hedge“**
 - **Optionsgeschäft: Risikobetrachtung aus Sicht des Emittenten (Bank)**
- **Rechtlich**
 - **Ausübungsrecht: rechtlich abgesicherter „Zugriff“ auf (hinterlegte) Aktien**
 - **Verpflichtungsgeschäft bei Erwerb Finanzinstrument**



Beispiel Sulzer

Investor erwirbt cash settled options

- „Umstände“ des Optionsgeschäfts
- Absicherung des Emittenten identisch wie bei real ausübaren Optionen mit Folge: Aktien werden „aus dem Markt genommen“ (Delta Hedge)
- Freie Austauschbarkeit von physisch ausübaren Optionen und Optionen mit Barauslagen
- Rechtlich
 - Faktisch abgesicherter Zugriff auf Aktien bei Rückabwicklung/Ablauf Optionsgeschäft infolge entgegengesetzten wirtschaftliche Interessen



Beispiel Implemia

Contracts for Difference (CFD) als eingesetzte Finanzinstrumente

- **Contract for Difference (Synthetischer Aktienkauf ohne Aktienlieferung zu einem bestimmten Zeitpunkt)**
 - Käufer erwirbt den „Wert“ einer Aktie, wobei anstelle einer Lieferung der Aktie am Verfalldatum eine Abrechnung über den Wert der Aktie stattfindet.
 - bei steigendem Aktienkurs seit Vertragsabschluss erhält der *Käufer* die Differenz zwischen dem Aktienkurs am Verfallsdatum und dem Kurs bei Abschluss des Vertrages in bar ausbezahlt (long position)
 - bei sinkendem Aktienkurs seit Abschluss des Vertrages erhält der *Verkäufer* die Differenz zwischen dem Aktienkurs bei Abschluss des Vertrages und dem Kurs am Verfalldatum in bar ausbezahlt (short position)
 - Verkäufer muss sich gegen Kursveränderung absichern



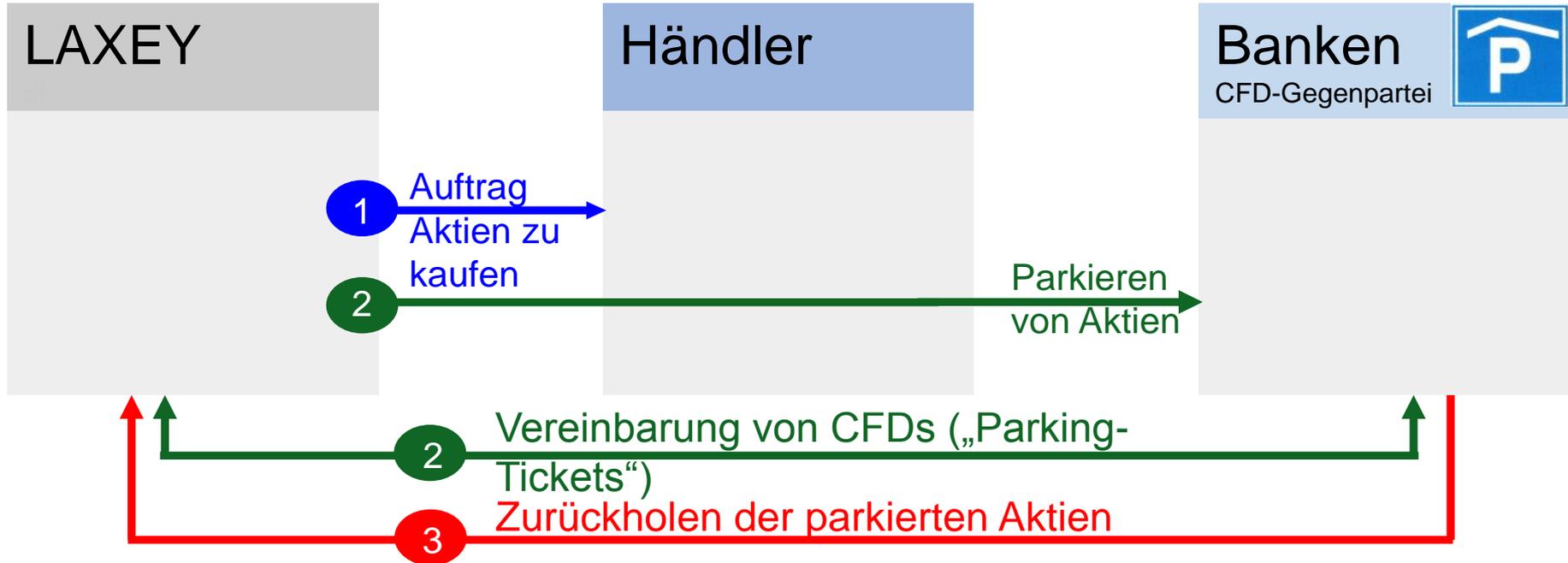
Beispiel Implemia

Contracts for Difference (CFD) als eingesetzte Finanzinstrumente

- Beteiligungsaufbau durch Laxey
 - „heimlich“
 - indirekter Erwerb über Broker
 - „Auslagern“ der indirekt erworbenen Aktien über Contracts For Difference („CFD“): indirektes Halten
 - „Abrufen“ der fremdparkierten Aktien durch „Auflösung“ CFD
 - Offenlegungsrecht
 - Zurechnungstatbestand (keine „streng“ formal-rechtliche Betrachtung)
- Indirekter Erwerbstatbestand
 - Beim indirekten Erwerb/Halten ist *nicht* die „Indirektheit“ des *Erwerbsvorgangs selbst entscheidend*, sondern das Ergebnis des Vorgangs.
 - „Indirekt“ ist auch ausdrücklich ein „faktisches und nicht ein juristisches Kriterium“.
 - Es geht m.a.W. um die *Erfassung des mit faktischer Kontrollmacht ausgestatteten „wirtschaftlichen Erwerbs“*.



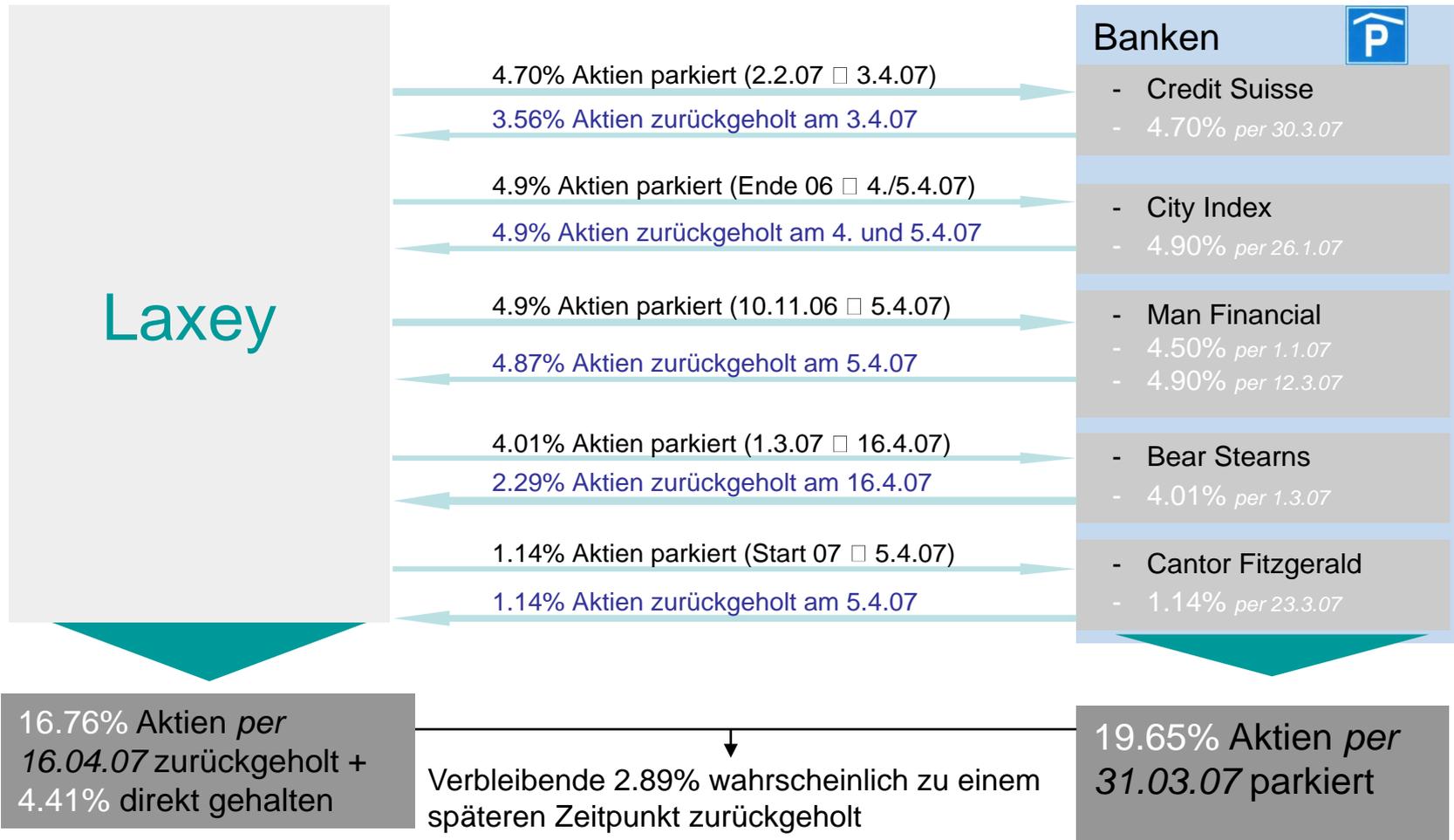
Beispiel Implemia



- 1** Phase 1: Laxey gibt Brokern den Auftrag Aktien auf dem Markt zu kaufen.
- 2** Phase 2: Broker werden angewiesen, Aktien an Banken zu transferieren. Gleichzeitig vereinbart Laxey CFDs mit diesen Banken; diese Banken agieren als "Parkhäuser".
- 3** Phase 3: Laxey holt die parkierten Aktien durch Auflösen der CFDs zurück (wobei CFDs technisch nur einen Geldanspruch geben).



Beispiel Implemia



Andere Verlautbarungen

Halbjahresbericht The Value Catalyst Fund Ltd*:

„As long as the fund manager doesn't have a stated right to unwind a CFD and take delivery to the shares then he has no obligation to declare his position. However, we all know that's complete nonsense in practice and that it would be highly unusual not to be able to ask for those shares. It's never happened to us and I have never even heard of it happening to anybody... ever!“

***verwaltet durch Laxey Partners Ltd.**



These 4: Zwecküberlegungen begründen keinen Offenlegungstatbestand?

These: Offenlegungsrecht

- Indirekter Erwerbstatbestand: Auffangregelung mit Grundlage "Zweck des Offenlegungsrechts,,

Antithese: Art. 9 Abs. 3 lit. d i.V. Art. 11 Abs. 1 BEHV-FINMA

- Anwendungsvoraussetzung: (vorgegebene) Tatbestandselemente müssen erfüllt sein
- Ergänzung durch Art. 11 Abs. 1 BEHV-FINMA (zeitliche Dimension des indirekten Erwerbstatbestands)
- klar: nur wirtschaftlich Berechtigter ist meldepflichtig (Art. 9 Abs. 1 BEHV-FINMA)



Auffangtatbestand: Zwecküberlegungen

Indirekter Erwerb i.S.v. Art. 9 Abs. 3 lit. d BEHV-FINMA

"Als indirekter Erwerb [...] gelten: [...] d. alle Vorgänge, die im Ergebnis das Stimmrecht über die Beteiligungspapiere vermitteln können, ausgenommen die Erteilung von Vollmachten ausschliesslich zur Vertretung an einer Generalversammlung.,"

Zweckbetrachtungen (z.B. Zitat aus BGE 136 II 304, Erw. 7.4 und 7.5.)

"Das Verordnungsrecht ist [...] im Lichte des Gesetzesrechts auszulegen. Der wahre Sinn von Art. 20 BEHG erschliesst sich aus dessen Zielsetzung: Das Börsengesetz bezweckt die Schaffung von Transparenz, insbesondere gegenüber den Anlegern, über die Beteiligungs- und Beherrschungsverhältnisse an kotierten Gesellschaften sowie die Gewährleistung eines Frühwarnsystems für Übernahmen zugunsten der Marktteilnehmer und der Zielgesellschaft [...]. Die Offenlegungspflicht dient der Erreichung dieser gesetzlichen Ziele sowie der Durchsetzung der Angebotspflicht nach Art. 32 BEHG, die dann eintritt, wenn eine bestimmte Beteiligung erreicht wird [...]. Der Gesetzgeber umschrieb die



massgeblichen Erwerbstatbestände sehr weit, indem er die indirekte Beschaffung und diejenige in gemeinsamer Absprache mit Dritten mit erfasste. Der Gesetzgeber war sich offenbar bewusst, dass der Finanzmarkt regelmässig neue Erwerbsformen und Handlungsweisen schafft, die im voraus ausdrücklich zu erfassen, schwierig oder unmöglich wäre. Der gesetzlichen Formulierung kommt in diesem Sinne eine gewisse Auffangfunktion zu.

Das Erreichen der gesetzlichen Ziele der Schaffung von Transparenz, der Gewährleistung eines Frühwarnsystems und der Durchsetzung der Angebotspflicht ist nur möglich, **wenn die Voraussetzungen der Meldepflicht so ausgelegt werden, dass ein Geschäftsverhalten, das zum Aufbau einer massgeblichen oder möglicherweise beherrschenden Beteiligung an einer Zielgesellschaft führt, auch von der Meldepflicht erfasst wird."**



Elemente (Art. 9 Abs. 3 lit. d i.V.m. Art. 11 Abs. 1 BEHV-FINMA)

1. "Vorgang" (im Sinne eines aktiven Geschäftsverhaltens), der dem meldepflichtigen wirtschaftlich Berechtigten zugerechnet werden kann
2. Die Schaffung eines "Zustandes" als Ergebnis des Vorgangs, der dem wirtschaftlich Berechtigten einen Zugriff auf die Stimmrechte ermöglicht resp. "vermitteln kann,,
3. Eine eigentliche "Rechtspflicht" mit Bezug zu dem "Zustand" (nach 2.), welche die Meldepflicht auslöst

Praxis

- Abwarten der Weiterentwicklung resp. der Grenzen auf der Grundlage "offener Fälle"



These 5: Meldepflicht bei konkreten Plänen

These

- Meldepflicht bereits wenn der Investor „damit rechnen kann“, Aktien in meldepflichtigem Umfang zu erwerben

Antithese

Art. 11 Abs. 1 BEHV-FINMA:

„Die Meldepflicht entsteht mit der Begründung des Anspruchs auf Erwerb oder Veräußerung von Beteiligungspapieren (Verpflichtungsgeschäft).

Der Hinweis auf eine Erwerbs- oder eine Veräußerungsabsicht löst, sofern damit keine Rechts-pflichten verbunden sind, keine Meldepflicht aus.“

- Auftrag erforderlich
- Pläne / Spekulationen genügen nicht



These 6: Gruppenbildung = indirekter Erwerb

These

- Gruppenbildung ist Überbegriff des indirekten Erwerbs
- Indirekter Erwerb ist Teilmenge der Gruppenbildung

Antithese

- Indirekter Erwerb: „alter ego“ bzw. „langer Arm“
- Wirtschaftliche Berechtigung beim indirekten Erwerber
- Keine „Gruppensache“ beim indirekten Erwerb



These 7: Proxy Fight und indirekter Erwerb

These

- Proxy Fight: Raider kauft Stimmen passiver Aktionäre
- Auch der Proxy Fight gehört zu den Sneaking Tactics
- Proxy Fight als Tatbestand der Gruppenbildung

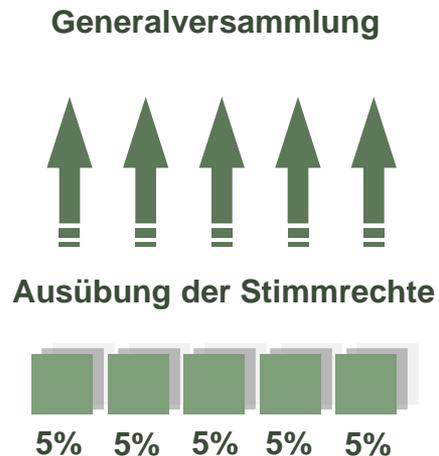
Antithese

- Proxy Fight: Aktionärsdemokratie
- Ziel Proxy Fight: Viele stimmberechtigte Aktionäre
- Ziel ind. Erwerb: Vereinigung Aktien auf einem Investor

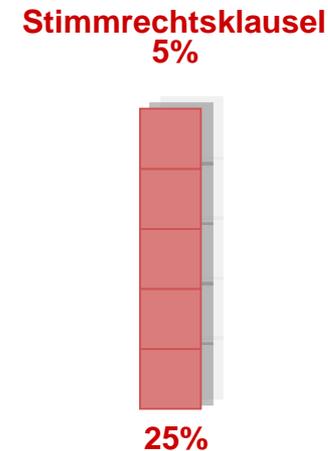


Proxy Fight vs. indirekter Erwerb

Proxy Fight



Indirekter Erwerb



Proxy Fight Kommunikation

- „An der GV stellen wir 2 VR“
- „Eingetragene Stimmen: ...“



These 8: Panacea Untersuchungsbeauftragte

These

- Entlastung der FINMA
- Zugang zu Räumlichkeiten, Auskunfts- & Einsichtsrecht
- Abklärung Sachverhalt (keine rechtliche Würdigung)

Antithese

- On the Job-Ausbildung
- Exorbitante Kosten, Placebo
- Suche nach „Nebenschauplätzen“



These 9: Panacea Untersuchungsbeauftragte

Rechtsanwälte · Attorneys at Law

Persönlich überbracht

Bank

Zürich, 10. Juni

Kostenvorschuss in Sachen Bank

Sehr geehrte Damen und Herren

Gestützt auf die superprovisorische Verfügung der Eidg. Finanzmarktaufsicht FINMA vom 9. Juni in Sachen Bank betreffend vorsorgliche Massnahmen (Einsetzung eines Untersuchungsbeauftragten), insbesondere auf Ziffer 10 der Verfügung respektive Art. 36 Abs. 4 FINMAG ersuchen wir Sie um Zahlung eines Kostenvorschusses im Betrage von **CHF 250'000.00** mittels beiliegendem Einzahlungsschein auf das Konto bei der UBS AG, Rechtsanwälte, Konto-Nr. bis

Freitag, 12. Juni

Mit freundlichen Grüssen

Beilage: Einzahlungsschein



These 10: Hausdurchsuchungen sind ein Must

These

- Im Falle eines raschen Positionsaufbaus ist eine Hausdurchsuchung (HD) immer gerechtfertigt
- Die HD ist geradezu notwendig, nur so kommt die FINMA in Besitz von belastenden E-Mails

Antithese

- Jede HD bringt grossen Reputationsschaden für Banken
- Vorgängige Anfrage notwendig (Verhältnismässigkeit)



These 11: E-Mails sprechen für sich

These

- **Rascher Positionsaufbau, gepaart mit verdächtigen E-Mails, ist per se Nachweis von Sneaking Tactics**
- **Es gilt Grundsatz der antizipierten Beweiswürdigung**

Antithese

- **Pflicht zur Anhörung von Zeugen (Art. 14-18 VwVG)**
- **Notwendig ist ein „so hoher Grad an Wahrscheinlichkeit, dass keine vernünftigen Zweifel bleiben“**



Beispiele E-Mails

verfänglich

- „Auftrag, eine Aktienposition von mind. 15% aufzubauen“
- „Du kannst die Titel jederzeit haben“
- „Wir haben die Optionen von Cash Settlement auf neu Physical Settlement geändert“

auslegungsbedürftig

- „habe 5 Mal 3%“
- „hast Du Platz für 10'000 Titel“
- „Kursziel 500, 3 Monate“



These 12: Wahrheitspflicht als Erfolgsgarant

These

- Erteilen falscher Auskünfte gegenüber der FINMA oder dem Untersuchungsbeauftragten ist strafbar
- Bisheriges Recht kodifiziert (Art. 45 FINMAG)

Antithese

- Rechtsstaatlich bedenkliche Selbstbelastung
- Keine Verwendbarkeit im Strafverfahren (Art. 6 ff. EMRK)



These 13: Kooperation lohnt sich

These

- Kooperation statt Konfrontation
- Auf Beschwerden an BVGer verzichten
- Tabu Ausstandsbegehren

Antithese

- Zu Beginn kooperieren
- Rechtsmittel wo opportun ergreifen
- Ultima ratio: Beizug Gutachter



- **Dr. Dieter Dubs** (Bär& Karrer AG)
- **Dr. Peter Honegger** (Niederer Kraft & Frey AG)

**BÄR
& KARRER**

NIEDERER KRAFT & FREY

