

Treuhand-Kammer
Limmatquai 120
8001 Zürich

Telefon 044 267 75 75
Telefax 044 267 75 85

Briefadresse:
Postfach 1477
8021 Zürich

Internet:
www.treuhand-kammer.ch

Eidg. Bankenkommission
Börsen und Märkte
Herr Thomas Hess
Postfach
3001 Bern

Zürich, 21. Juli 2008

Anhörung zu den Entwürfen der Börsenverordnung-FINMA (BEHV-FINMA) und der Übernahmeverordnung (UEV)

Sehr geehrter Herr Hess

Wir bedanken uns für Ihre Einladung zur Stellungnahme zu den oben genannten Entwürfen.

Gerne nutzen wir die Gelegenheit um auf - aus unserer Sicht - wichtige bzw. problematische Aspekte innerhalb der beiden Verordnungsentwürfe einzugehen.

I. Börsenverordnung-FINMA (BEHV-FINMA)

Art. 12 Abs. 4

In Anlehnung an den Erläuterungsbericht schlagen wir vor, dass auch in der Verordnung von **elektronischen** Handelsplattformen gesprochen wird.

Zudem sollte der Begriff „elektronische Handelsplattform“ zur Vermeidung von Unsicherheiten bzw. abweichenden Interpretationen näher definiert oder allenfalls mittels eine Liste anerkannter Handelsplattformen konkretisiert werden.

Art. 13

Aufgrund der neuen Regelung zu den Finanzinstrumenten ergeben sich nun drei verschiedene Meldeschwellen für Finanzinstrumente:

- die gesetzlichen Meldeschwellen bei klassischen Optionen,
- die gesetzlichen Meldeschwellen, aber mit einer Freigrenze von weniger als 5 % für Cash settlement Optionen, Contracts for Difference und Finanzinstrumente auf einen Basiswert,

- die gesetzlichen Meldeschwellen, aber mit einer Freigrenze von bis zu 15 % für die übrigen Finanzinstrumente.

Es stellt sich die Frage, ob eine Regelung, die so zahlreiche unterschiedliche Grenzwerte kennt, für die Praxis nicht insgesamt zu kompliziert ist.

Art. 18 Abs. 1

Wir empfehlen die Formulierung dieses Absatzes wie folgt zu ändern: "Die Meldung hat innert vier Börsentagen nach Entstehen der Meldepflicht bei der Gesellschaft und den Offenlegungsstellen **schriftlich** zu erfolgen." Am Schriftlichkeitserfordernis sollte aus Gründen der Rechtssicherheit festgehalten werden.

Art. 19 Abs. 3

Die vorgeschlagene Version ist in Bezug auf die aufzuerlegenden Kosten unpräzise. Wir empfehlen die folgende Ergänzung in der Formulierung: "... können die Offenlegungsstellen umgehend die vorgeschriebenen Informationen veröffentlichen und der Gesellschaft **die durch die Ersatzmassnahme angefallenen** Kosten auferlegen."

Art. 20 Abs. 2

Wir empfehlen eine Anpassung der Formulierung wie folgt: "Für bereits abgeschlossene Geschäfte wird **grundsätzlich** keine Ausnahme von der Meldepflicht gewährt."

Unser Vorschlag stellt eine Anpassung an die geltende Praxis der Offenlegungsstellen dar, die auch für bereits abgeschlossene Geschäfte Ausnahmen gewährt. Wir verweisen hierzu auch auf den Kommentar in Synopsis zu Art. 21.

Art. 39 Abs. 2

Aus Gründen der Klarheit empfehlen wir, dass auch in Absatz 2 festgehalten wird, dass der Angebotspreis durch Tausch gegen Effekten geleistet werden kann, sofern alternativ auch eine Barzahlung angeboten wird.

Unser Formulierungsvorschlag lautet: "..., so kann der Angebotspreis durch Tausch **gegen Effekten** geleistet werden, sofern den Inhabern von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft alternativ eine Barzahlung angeboten wird."

II. Übernahmeverordnung (UEV)

Art. 3 Abs. 2

Die rechtliche Natur der Empfehlungen war bisher unklar. Obwohl die Prüfstelle diese in ihrer Arbeit berücksichtigt hat, war unklar, wie die Missachtung einer Empfehlung zu taxieren war, und ob es sich dabei allenfalls sogar um einen Gesetzesverstoss handelte. Verfügungen scheinen nun mehr Gewicht zu erhalten. Unseres Erachtens ist jedoch noch immer nicht ganz ersichtlich, ob Verfügungen aus anderen Transaktionen automatisch rechtswirksam werden für allfällige neue Transaktionen. Eine explizite Klarstellung wäre daher wünschenswert.

Art. 4 Abs. 1

Die vorgeschlagene Bestimmung lässt zumindest die Frage zu, ob dadurch nicht eine willkürliche Einflussnahme auf Übernahmen bzw. die Bedingungen von Übernahmen seitens der UEK möglich wird.

Art. 6 Abs. 2 (sowie Art. 18 Abs. 2 und Art. 62 Abs. 5)

Die Voranmeldung muss den bedeutenden elektronischen Medien zugestellt werden. Es bleibt offen bzw. es liegt damit wohl im Ermessen der UEK, welche die bedeutenden elektronischen Medien sind. Es wäre zumindest wünschenswert, dass im Rahmen dieser Verordnung die bedeutenden elektronischen Medien benannt werden.

Darüber hinaus wurde gegenüber der geltenden Übernahmeverordnung der Satzteil "mindestens einem" gestrichen, so dass es nicht länger ausreicht, die entsprechenden Dokumente einem Anbieter von elektronischen Medien zuzustellen. Es erscheint doch eher übertrieben und unnötig, Zustellungen an sämtliche dieser elektronischen Medien zu verlangen, da eine Veröffentlichung in einem elektronischen Medium ja ohnehin von den übrigen Medien übernommen wird.

Art. 7 Abs. 2

Dieser Artikel reglementiert die Änderungen, die im Angebotsprospekt im Vergleich zur Voranmeldung vorgenommen werden dürfen.

Kritisch zu sehen ist die Bestimmung, wonach der Angebotspreis nur geändert werden darf, wenn sich dieser gesamthaft gesehen zugunsten der Empfänger auswirkt.

Es stellt sich jedoch die Frage, ob es der Anbieterin nicht weiterhin möglich sein sollte in begründeten Fällen (z.B. als Ergebnis einer durchgeführten "due diligence review") den ursprünglichen Preis auch nach unten zu korrigieren. Andernfalls steht zu befürchten, dass Übernahmen so unattraktiver werden könnten.

Art. 11

Die bisherige Bestimmung, wonach vom Vertreter des Anbieters nicht vermutet wurde, dass er in gemeinsamer Absprache oder in einer organisierten Gruppe mit dem Anbieter handelt, wird ersatzlos gestrichen. Die UEK will den Vertreter wie jeden anderen Dritten behandeln und den Vertrag zwischen diesem und dem Anbieter genau untersuchen, um festzustellen, ob er in gemeinsamer Absprache handelt. Die Vertreter des Anbieters sind meistens im Auftrag und damit nicht auf eigene Rechnung handelnde Anwälte, Steuerberater und Investmentbanken.

Es erscheint uns übertrieben die gesetzliche Vermutung zugunsten der Berater zu streichen, zumal eine solche Vermutung ja durch Beweis des Gegenteils umgestossen werden kann (vgl. auch Empfehlung UEK i.S. Saurer AG vom 31. Oktober 2006, E. 2.1.5).

Zu bedenken ist auch, dass die Beurteilung der vertraglichen Beziehungen zwischen dem Anbieter und deren Vertreter so zu einem zusätzlichen Prüfgebiet für die Prüfstelle wird. Eine solche Überprüfung wird aber gerade in kritischen Situation schwierig sein.

Art. 17 Abs. 2

Durch die vorgeschlagene Neuregelung werden weitere Abklärungen, Prüfungen und Publikationen notwendig werden. Dies kann den Übernahmeprozess insgesamt erheblich komplizierter werden lassen. Der Anbieter, und somit auch die Prüfstelle, werden vermehrt abschätzen müssen, ob neue Informationen für den Angebotsempfänger wesentlich sind. Bisher wurde diese Entscheidung mehrheitlich durch die UEK getroffen.

Art. 19 Abs. 1 Bst. h

Die Vorgabe von verbindlichen Angaben im Angebotsprospekt ist sinnvoll. Fraglich ist jedoch Art und Ausmass allfälliger weiterer relevanter Angaben, die von der UEK verlangt werden können. Es ist nicht auszuschliessen, dass in der Praxis rasch der Eindruck der Willkür entsteht.

Weiterhin könnte die Vorschrift zur Folge haben, dass gegenüber der Prüfstelle die Erwartungshaltung eingenommen wird, dass sie selber abschätzt und antizipiert, ob in einem spezifischen Fall gewisse zusätzliche Informationen in den Angebotsprospekt aufzunehmen sind.

Art. 20 Abs. 1

Bei Fremdfinanzierung stehen die Finanzierungsmittel normalerweise nicht schon bei Veröffentlichung des Angebots, sondern erst am Vollzugstag zur Verfügung. Die Auszahlung der Mittel ist in der Regel an verschiedene Bedingungen geknüpft, insbesondere, dass das Angebot zustande kommt. Deshalb wäre es - gleich wie bei Tauschangeboten mit noch zu beschaffenden Titeln (siehe Abs. 2 des gleichen Artikels) - sachgerechter, dass die Prüfstelle die Verfügbarkeit auf den Vollzugstag hin bestätigt.

Der Artikel könnte wie folgt formuliert werden (in Anlehnung an § 13.1 deutsches WpÜG):
"... sowie die Bestätigung der Prüfstelle, dass der Anbieter die notwendigen Massnahmen getroffen hat, um sicherzustellen, dass ihm die zur vollständigen Erfüllung des Angebots notwendigen Mittel am Vollzugstag zur Verfügung stehen."

Weiterhin möchten wir hinweisen auf das eingefügte Wort "präzise". Diese Einfügung ist eher auslegungsbedürftig. Wenn jedoch - so legt es der Kommentar nahe - unter präzisen Angaben Aussagen zu den Kreditlinien, der Finanzierungshöhe, den Bankenkonsortien sowie den Laufzeiten zu verstehen sind, wäre es allenfalls überlegenswert dies direkt im Verordnungstext festzulegen.

Andernfalls wird sich die Definition von "präzise" in der Praxis noch etablieren müssen. Die UEK wird dazu sicher noch weitere Erklärungen in Entscheiden abgeben müssen. Gerade bei Finanzierungen durch Banken ist die Beurteilung von Bedingungen in Verträgen für die Prüfstelle zentral aber schwierig.

Art. 24 Abs. 5

Während der Wortlaut der Verordnung eher in die Zukunft gerichtete Angaben zu verlangen scheint ("erwartete Auswirkungen"), spricht der Kommentar von einer "Pro forma-Rechnung" und "soll die Situation so dargestellt werden, wie wenn die Transaktion bereits stattgefunden hätte". Wortlaut und Kommentar sind in gewissem Masse widersprüchlich, da bei einer Pro Forma-Rechnung nach allgemein anerkannten Grundsätzen Erwartungen, z.B. erwartete Synergien, gerade nicht berücksichtigt werden dürfen. Zudem ist nicht klar, wie detailliert die Angaben im Prospekt sein müssen, d.h. ob eine Pro forma-Bilanz und -Erfolgsrechnung verlangt wird, wie dies unter dem deutschen Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz (WpÜG) verlangt wird. Die UEK müsste hier klarere Vorgaben machen.

Ausserdem ist zu beachten, dass sich die Erstellung eines solchen Zahlenwerks und deren Überprüfung durch die Prüfstelle, insbesondere im Falle eines feindlichen Umtauschangebots, als sehr schwierig oder sogar unmöglich erweisen kann, da diesfalls kein Zugriff auf nicht-öffentliche Daten der Zielgesellschaft möglich ist, was bei der Erstellung von Pro forma-Rechnungen regelmässig notwendig ist.

Neben dem Aspekt der mangelnden Zugänglichkeit der Daten stellt sich auch die Frage des Detaillierungsgrads einer solchen Prüfung, d.h. ob es sich um eine Audit oder einen Review handeln sollte.

Art. 25 Abs. 2

Diese neue Bestimmung hält fest, dass die Prüfstelle unabhängig sein muss.

Dies hat die UEK bereits bisher verlangt und insbesondere nicht toleriert, wenn andere Abteilungen der Prüfgesellschaft im Übernahmeverfahren Beratungsdienstleistungen an Parteien erbracht haben.

Die UEK hat jedoch immer festgehalten, dass die Funktion als Revisionsstelle des Anbieters oder der Zielgesellschaft als solche die Unabhängigkeit der Prüfstelle nicht beeinträchtigt.

Wenn nun Art. 25 Abs. 2 neu explizit die Unabhängigkeit der Prüfstelle verlangt, sollte unseres Erachtens gleichzeitig explizit festgehalten werden, dass die Funktion als Revisionsstelle des Anbieters oder der Zielgesellschaft die Unabhängigkeit als Prüfstelle nicht tangiert.

Art. 26 Abs. 1

Wir verweisen auf unseren Kommentar zu Art. 3: Kommen allen Verfügungen generell "Gesetzescharakter" zu und müssen alle bisherig erlassenen Verfügungen für jedes Angebot auch in dem dann zu prüfenden Angebot zwingend eingehalten sein?

Art. 27 Abs. 1

Gemäss dieser Bestimmung muss die Prüfstelle neu prüfen, ob die Bestimmungen des Gesetzes und der Verordnungen sowie die Verfügungen der UEK während der gesamten Dauer des Angebotes und 6 Monate nach Ablauf der Nachfrist eingehalten wurden. Bisher hatte die Prüfung in der Zeit zwischen Vollzug des Angebots und 6 Monate nach Ablauf der Nachfrist nur die Einhaltung der Best Price Rule betroffen (gestützt auf die Praxis der UEK).

Es ist aus unserer Sicht hier nicht ersichtlich, welche weiteren Bestimmungen in dieser Zeit nach Vollzug weiter gelten und von der Prüfstelle geprüft werden müssten. Wir schlagen daher folgenden Wortlaut vor: „...während der ganzen Dauer des Angebots und - **hin-sichtlich der Best Price Rule** – 6 Monate nach Ablauf der Nachfrist eingehalten wurden“

Art. 29 Abs. 5

Ersteller von Fairness Opinions sollen die Voraussetzungen von Art. 25 Abs. 1 BEHG erfüllen. Sofern dies eine von der Aufsichtsbehörde anerkannte Revisionsstelle ist, stellt sich die Frage, ob ein leitender Prüfer gemäss Art. 26 Abs. 2 FINMAG die Fairness Opinion mitunterzeichnen müsste. Dieses Erfordernis würde jedoch in keiner Weise der Aufgabenteilung der grösseren Revisionsgesellschaften entsprechen. Bei diesen sind nämlich die Unternehmensbereiche Bewertung und Prüfung organisatorisch und vor allem personell voneinander getrennt. Entsprechend werden Fairness Opinions von den Corporate Finance/Valuation-Abteilungen dieser Unternehmen abgegeben. Die unterzeichnenden Personen verfügen regelmässig nicht über die Qualifikation gemäss Art. 26 Abs. 2 FINMAG. Im übrigen wäre es nicht sachgerecht, bei Prüfgesellschaften diese Voraussetzung zu verlangen, nicht jedoch bei Effekthändlern, die gemäss Art. 25 Abs. 1 BEHG ebenfalls Fairness Opinions erstellen dürfen. Andernfalls würden Prüfgesellschaften und Effekthändler ungleich behandelt. Die gleiche Frage stellt sich im übrigen auch bei der Erstellung von Bewertungsberichten, welche die Prüfstelle abgibt sowie ganz allgemein bei der Abgabe von Prüfstellenberichten.

Art. 40

In Art. 40 wird eine sehr detaillierte Meldepflicht konstituiert. Aus unserer Sicht stellt sich die Frage, ob dies wirklich notwendig ist bzw. vor welchem Hintergrund dies als sachgerecht erachtet wird.

Wir bedanken uns noch einmal für die Gelegenheit zur Stellungnahme. Für Rückfragen stehen wir gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

TREUHAND  KAMMER



Pascal Portmann
Präsident Fachkommission Bankenrevision



Thorsten Kleibold
Fachbereichsentwicklung