

Eidgenössische Bankenkommission
Börsen und Märkte
z.H.v. Frau Michèle Maurer
Postfach
CH-3001 Bern

michele.maurer@ebk.ch

Basel, 7. Mai 2007
A.33.4 / CWI/ABA

Teilrevision der EBK-Börsenverordnung - Neuregelung der Meldepflicht

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir nehmen Bezug auf Ihr Schreiben vom 18. April 2007, mit dem Sie uns Ihre Vorschläge zur kurzfristigen Teilrevision Ihrer Börsenverordnung (BEHV-EBK) unterbreiten. Die Teilrevision dient der Konkretisierung des zur Zeit vom Parlament behandelten Art. 20 des Börsengesetzes (BEHG), der auf dem Dringlichkeitsweg in Kraft gesetzt werden soll.

Wir haben uns bemüht, die Stellungnahme trotz der aussergewöhnlich kurzen Frist nicht nur mit einer Gruppe von Bankexperten vorzubereiten, sondern auch mit economiesuisse und SwissHoldings zu besprechen. Sollten wir in den nächsten Tagen zu weiteren Erkenntnissen gelangen, würden wir uns deshalb erlauben, Ihnen diese nachzureichen.

Wir gehen davon aus, dass die Inkraftsetzung der Gesetzesrevision mit einer Übergangsfrist von mindestens drei Monaten erfolgen wird, weil nur so eine wirksame Umsetzung gewährleistet werden kann.

Erfreulicherweise beabsichtigt der Gesetzgeber, mit der Sanktion des Stimmrechtsentzugs ein effizientes Mittel zur Unterbindung von Missbräuchen zu schaffen, das künftig auch präventiv wirken dürfte.

Wir begrüssen die vorgesehenen Neuerungen zur Verbesserung der Transparenz im Handel, halten jedoch - im Interesse von Praktikabilität und EU-Kompatibilität - Ergänzungen in folgender Hinsicht für nötig:

- **die Präzisierung, dass nicht jedes Erreichen, Über- oder Unterschreiten eines Grenzwertes während eines Tages für sich gesondert meldepflichtig ist, sondern es auf den Stand bei Tagesende ankommt.**

- **eine Ausnahme für Handelsbestände, Bestände des Market Making, Bestände unter SLB, Repo und vergleichbaren Geschäften sowie Bestände für Zwecke des Clearing and Settlement, wenn keine Absicht besteht, die Stimmrechte auszuüben.**
- **den Verzicht auf die Erfassung des Erwerbs und der Veräusserung von Put-Optionen sowie des Schreibens von Call Optionen.**
- **eine verbesserte Missbrauchsbekämpfung bei Optionen mit Cash Settlement.**
- **die Aufnahme einer pragmatischen Übergangsregelung.**

1. Grundsätzliche Zustimmung

Wir unterstützen die Stossrichtung der laufenden Revision von Art. 20 BEHG, im Börsenhandel verbesserte Transparenz für die Marktteilnehmer zu schaffen. So betrachten wir die Einführung eines zusätzlichen, tieferen Schwellenwertes von 3 % als sinnvoll. Auch erheben wir keine Einwendungen gegen die Kumulation von Aktien und Aktienoptionen bei der Meldepflicht. Schliesslich befürworten wir eine wirksame Bekämpfung von Missbräuchen, um für den Regelfall eine freiheitliche und verhältnismässige Lösung zu ermöglichen.

Ein wichtiges Element des neuen Art. 20 BEHG ist Abs. 4bis, der den Stimmrechtsentzug bei Missbräuchen vorsieht und so zu deren Bekämpfung wirksam beitragen wird. Einige der Fälle, die Anlass zur Revision von Art. 20 BEHG gegeben haben, wären damit wohl vermieden worden.

In diesem Sinn begrüssen wir die von Ihnen eingeleitete Teilrevision der BEHV-EBK.

Aus Gründen der Praktikabilität und EU-Kompatibilität halten wir jedoch folgende Ergänzungen der Verordnung für nötig.

2. Art. 9 und 12 BEHV-EBK: Regelung für „technische“ Effektengeschäfte im Sinn der EU-Transparenzrichtlinie

2.1 Keine Möglichkeit und Pflicht zu Intraday-Meldungen (Art. 9 Abs. 1)

Es entspricht, soweit wir sehen, internationaler Usanz, dass der Meldepflichtige nicht bei jedem kurzfristigen Erreichen, Über- oder Unterschreiten eines Grenzwertes innerhalb desselben Börsentages Meldung erstatten muss, wenn er keine Absicht hat, die entsprechenden Stimmrechte auszuüben. Das trifft insbesondere für den Finanzplatz London zu, wo Meldungen „without undue delay“ zu erstatten sind, was in der Praxis bedeutet: nach Börsenschluss. Soweit wir es kurzfristig abklären konnten, gibt es auf keinem wichtigen Finanzplatz eine mehrfache Meldepflicht pro Tag, zumal nicht auf jenen Finanzplätzen der EU, welche die Transparenzrichtlinie schon umgesetzt haben. Es muss deshalb genügen, dass der Meldepflichtige z.B. am Ende eines Börsentages seine Stimmrechtsanteile berechnet und bei Erreichen, Über- oder Unterschreiten der Meldeschwelle eine Meldung tätigt.

Eine solche Meldung im Sinn von Art. 9 BEHV-EBK kann der Meldepflichtige nämlich erst absetzen, wenn er Kenntnis davon hat, dass sein Stimmrechtsanteil einen Grenzwert erreicht, über-, oder unterschritten hat. Systeme zur laufenden Ermittlung der jeweils übertragenen Stimmrechte in Echtzeit bestehen heute nicht, so dass eine Pflicht zu so genannten Intraday-Meldungen faktisch gar nicht umsetzbar wäre. Die Zahl „sinnesstörender“ und fehlerhafter Meldungen nähme somit erheblich zu¹. Ratio Legis der Meldepflicht ist die Offenlegung des Über- oder Unterschreitens von Schwellenwerten in **tatsächlich ausübbar**en Stimmrechten, die regelmässig erst nach Handelsende konsolidiert ermittelt werden können. Eine Vermischung, wie sie z.T. in der Diskussion beobachtet werden kann, mit Elementen auf der Ebene von Einzeltransaktionen oder gar einzelner Produkte halten wir praktisch nicht für durchführbar. Deshalb schlagen wir die nachfolgende Präzisierung der Meldepflicht in Art. 9 Abs. 1 BEHV-EBK vor.

2.2 Keine Pflicht zur Meldung „technischer“ Übertragungen (Art. 9 Abs. 4)

Geschäfte, die nicht der Einflussnahme auf ein Unternehmen und auch nicht der Ausübung von Stimmrechten dienen, sondern die „technische“ Folge anderer Tätigkeiten der Bank bzw. des Effektenhändlers sind, müssen von der Meldepflicht ausgeklammert bleiben. Das entspricht Art. 9 Abs. 4-6 der EU-Transparenzrichtlinie (2004/109/EG) und sollte für die schweizerischen Effektenhändler aus Gründen der Konkurrenzgleichheit ähnlich geregelt werden. Entsprechend schlagen wir die Ergänzung von Art. 9 durch einen Abs. 4 mit nachstehendem Wortlaut vor.

2.3 Verhinderung missbräuchlichen „Parkierens“ von Aktien über Securities Lending (Art. 12 Abs. 1bis)

Der Vorschlag zur Ergänzung von Art. 12 BEHV-EBK durch einen Abs. 1bis will vermeiden, dass Aktien missbräuchlich zur Ausübung der Stimmrechte bei Banken oder Effektenhändlern „parkiert“ werden. Dies steht im Einklang mit den Richtlinien der Securities Lending & Corporate Governance der ISLA (International Securities Lending Association) und des ICGN (International Corporate Governance Network), Stock Lending Code of Best Practice, sowie mit Art. 9 Abs. 6 Bst. B der EU-Transparenzrichtlinie.

Unsere Vorschläge:

Art. 9 Grundsatz

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

¹ Vgl. die am 27 Februar 2007 auf Reuters erschienene Mitteilung:

„Die Schweizer Grossbank Credit Suisse sieht ihre auf über drei Prozent angewachsene Beteiligung an der Commerzbank nicht als strategisches Investment an. ‚Die von der Credit Suisse gehaltene Gesamtposition beinhaltet verschiedene Kunden- und Handelsbeteiligungen sowie so genannte Hedging-Positionen‘, erklärte ein Sprecher von Credit Suisse am Dienstag in Zürich. ‚Wir haben ausgeschlossen, dass wir eine grössere Akquisition machen. Wir wollen organisch und über kleinere, gezielte Übernahmen wachsen.‘ Die Commerzbank hatte zuvor bekannt gegeben, Credit Suisse habe ihren Anteil auf 3,004 Prozent erhöht.“

[...]

⁴Bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils bleiben in jedem der folgenden Fälle Beteiligungspapiere unberücksichtigt, die

- a. im Handelsbestand einer Bank oder eines Effektenhändlers gehalten werden, sofern dieser Anteil 5 Prozent der Stimmrechte nicht erreicht und keine Absicht besteht, diese Stimmrechte auszuüben; oder
- b. von Banken oder Effektenhändlern in ihrer Eigenschaft als Market Maker gehalten werden, sofern dieser Anteil 5 Prozent der Stimmrechte nicht erreicht und keine Absicht besteht, diese Stimmrechte auszuüben; oder
- c. von Banken oder Effektenhändlern im Rahmen einer Wertpapierleihe, Sicherungsübereignung oder vergleichbarer Geschäfte gehalten werden, sofern keine Absicht besteht, diese Stimmrechte auszuüben; oder
- d. ausschliesslich für Zwecke der Abrechnung und Abwicklung von Geschäften gehalten werden.

Art. 12 Wertpapierleihe, Sicherungsübereignung und vergleichbare Geschäfte

[...]

^{1bis}Soweit der Leih- oder Sicherheitsgeber zum jederzeitigen Rückruf der übertragenen Beteiligungspapiere berechtigt ist, bleibt er meldepflichtig, sofern er sich bei ihm nicht um eine Bank oder einen Effektenhändler handelt.

[...]

3. Art. 13 BEHV-EBK:

Problematik der Ausdehnung der Meldepflicht auf Put-Optionen

Den Einbezug des Erwerbs und der Veräusserung von Put-Optionen sowie des Schreibens von Call Optionen in die Meldepflicht (Art. 13 Abs. 1 BEHV-EBK) lehnen wir ab, und zwar aus verschiedenen Gründen:

- Eine vergleichbar umfassende, auf die (potenzielle) Verminderung von Stimmrechtspositionen ausgedehnte Meldepflicht ist auf keinem der mit uns konkurrierenden Finanzplätze bekannt, zumal nicht in Grossbritannien, Deutschland und den Niederlanden (welche die EU-Transparenzrichtlinie bereits umgesetzt haben).
- Die neu erfassten Tatbestände sind nicht relevant für die Messung einer (potenziellen) Einflussnahme auf eine Gesellschaft durch die Ausübung von Stimmrechten. Damit liegen sie ausserhalb des gesetzgeberischen Zweckes der Meldepflicht.
- Selbst wenn man der Ausdehnung zustimmen wollte, wäre im Rahmen Ihres Vorschlags ungeklärt, wie sich Erwerbs- und Veräusserungsrecht für die Erfüllung der Meldepflicht zueinander verhalten. Ihre Kumulation machte so wenig Sinn wie ihr „Netting“. Die im Kreis von Experten zwischenzeitlich diskutierte Lösung mit zwei gesonderten „Töpfen“ („Pots“) für Erwerbs- und Veräusserungsrechte möchten wir nicht weiterverfolgen, da es hierfür unseres Wissens keine Parallele auf einem der grossen Finanzplätze gibt und wir ein „Gold Plating“ oder einen „Swiss Finish“ vermeiden möchten.

Wir bitten Sie deshalb, von dieser vorgeschlagenen, international unüblichen Ausdehnung der Meldepflicht abzusehen. Gern sind wir bereit, mit Ihnen die Problematik dieses Vorschlags zu besprechen.

Der Grundsatz der Realerfüllung (Physical Settlement) bei Optionsgeschäften soll weiterhin gültig sein. Zur besseren Missbrauchsbekämpfung bei Optionen mit Cash Settlement schlagen wir indes einen zusätzlichen Art. 13 Abs. 4 Bst. c vor. Am Kriterium der Einflussnahme auf die Gesellschaft möchten wir festhalten, zumal es dem Gesetzeszweck entspricht.

Zusammenfassend entspricht unser Vorschlag zu Art. 13 dem Status mit verbesserter Missbrauchsbekämpfung.

Unser Vorschlag:

Art. 13 Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte

¹Der Meldepflicht unterstehen:

- a. der Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen), ~~soweit diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen;~~
- b. das Einräumen (Schreiben) von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen), ~~soweit diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen.~~

[...]

⁴Nicht der Meldepflicht unterstehen:

[...]

- c. der Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten sowie das Einräumen (Schreiben) von Veräusserungsrechten, die keine Realerfüllung vorsehen oder zulassen, sofern der Erwerber sie nicht im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot im Sinne des Artikel 22 ff. BEHG erwirbt und diese ihm als Anbieter oder einer mit diesem in gemeinsamer Absprache handelnden Person nicht ermöglichen, eine Beteiligung an der Zielgesellschaft zu erlangen.**

4. Übergangsrecht

Im bestehenden Entwurf vermissen wir eine pragmatische Übergangsregelung für die Behandlung von im Zeitpunkt des Inkrafttretens der revidierten BEHV-EBK vorhandenen Positionen, die bisher nicht meldepflichtig waren (unter 5%), aufgrund der Absenkung des Schwellenwerts auf 3% neu aber auf oder über dem Schwellenwert liegen werden. Sinnvollerweise sind auch in diesem Punkt irreführende Meldungen zu vermeiden, was nach unserer Analyse blosser Bestandesmeldungen solcher Positionen ohne aktuelle Veränderungen ausschliesst.

Wir schlagen Ihnen deshalb vor, dass Altbestände erst dann Gegenstand von Meldungen werden, wenn es zu einem Über- oder Unterschreiten von Schwellenwerten aufgrund von Bestandesveränderungen nach Inkrafttreten der Revision kommt und regen Ihnen die Aufnahme einer entsprechenden Übergangsregelung an.

**5. Weiteres (Vorschläge der SWX Swiss Exchange):
Art. 19 BEHV-EBK (Publikation der Meldungen auf dem Internet);
Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK (Formel zur Berechnung des VWAP)**

5.1 Art. 17 BEHV-EBK

Den Vorschlag der SWX für eine Revision von Art. 17 BEHV-EBK lehnen wir ab, weil er u.E. auf der falschen Ebene ansetzt (Einzelprodukte) und Angaben zu den Optionen (Derivaten) verlangt, obschon die Meldepflicht von ihrer Zielsetzung her den Basiswerten, nämlich den Aktien und darin verbrieften Stimmrechten gilt.

5.2 Art. 19 BEHV-EBK

Wir unterstützen den Vorschlag der SWX Swiss Exchange zur Ergänzung von Art. 19 BEHV-EBK, damit aus Datenschutz- und Wirtschaftlichkeitsgründen die Publikation der Meldungen auf dem Internet statt der aufwändigen, langsamen Publikation im Printmedium (Schweizerisches Handelsamtsblatt) vorgesehen werden kann.

5.3 Art. 3 Abs. 2 BEHV-EBK

Wir unterstützen die Zielsetzung des Vorschlags der SWX für eine Präzisierung der Formel zur Berechnung des VWAP in Art. 37 Abs. 2. Gern sind wir auf Ihren Wunsch bereit, zu einer verbesserten Formulierung beizutragen.

* * *

Gern stehen wir Ihnen und der SWX Swiss Exchange auf Wunsch für eine Aussprache über die mit der jetzigen Teilrevision der BEHV-EBK aufgeworfenen Fragen zur Verfügung. Die Vorlage enthält im Übrigen weitere Aspekte, die klärungsbedürftig bleiben, aber innert der kurzen Frist dieser Teilrevision nicht behandelt werden können. Gern kommen wir bei nächster Gelegenheit darauf zurück.

Freundliche Grüsse
Schweizerische Bankiervereinigung



Renate Schwob

Christoph Winzeler