

Per E-Mail und Post

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

E-Mail: thomas.hess@ebk.admin.ch

Zürich, 11. August 2008 FF
99280.002

ENTWURF FÜR DIE NEUE BÖRSENVERORDNUNG-FINMA – ANHÖRUNG

Sehr geehrter Präsident
Sehr geehrter Herr Hess
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf Ihre öffentliche Einladung vom 20. Juni 2008 und nehmen gerne die Gelegenheit wahr, Ihnen innert erstreckter Frist hiermit unsere Stellungnahme zu dem Entwurf für die neue Börsenverordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (E-BEHV-FINMA) zu unterbreiten.

Unsere Stellungnahme zum Entwurf für die neue Übernahmeverordnung der Übernahmekommission (E-UEV) lassen wir Ihnen mit separatem Schreiben zukommen.

Nachfolgend fassen wir zunächst unsere hauptsächlichen Bemerkungen zum E-BEHV-FINMA zusammen (Abschnitt A) und kommentieren in einem zweiten Teil die Bestimmungen im Einzelnen (Abschnitt B).

A. ZUSAMMENFASSUNG

Unsere hauptsächlichen Bemerkungen beziehen sich auf die im Entwurf vorgesehenen Bestimmungen zur Offenlegungspflicht von wesentlichen Beteiligungen. Während wir der Regelung bezüglich Leih- und ähnlichen Geschäften grundsätzlich zustimmen, halten wir die Bestimmungen im Zusammenhang mit Finanzinstrumenten für überschüssend. Unseres Erachtens wollte der Bundesgesetzgeber in Art. 20 BEHG nicht vorschreiben, dass Finanzinstrumente, die keinen Realerfüllungsanspruch vermitteln, stets der Meldepflicht unterliegen. Vielmehr sollten Finanzinstrumente mit reinem *Cash Settlement*, wie z.B. Optionen, Differenzgeschäfte (*Contracts for Difference*) oder *Equity Swap*-Geschäfte nur (aber immerhin) dann erfasst werden, wenn damit die Meldepflicht im Hinblick auf Übernahmen umgangen werden soll. Eine solche Missbrauchsregelung entspricht auch dem internationalen regulatorischen Umfeld besser als die unbeachtete Unterstellung sämtlicher Finanzinstrumente ohne Realerfüllungsanspruch.

B. BEMERKUNGEN ZUM ENTWURF IM EINZELNEN

Nachfolgend nehmen wir zu einzelnen Vorschriften des Entwurfs Stellung. Zu den nicht angesprochenen Bestimmungen betreffend Meldepflichten für Effekthändler, Revisionsbericht über Effekthändler, Angebotspflicht und den Schlussbestimmungen haben wir keine Bemerkungen.

1. ART. 8^{BIS} – FRISTBERECHNUNG

Wir begrüßen es, dass eine Regelung betreffend die Berechnung von Fristen in die Verordnung aufgenommen werden soll. Gerade bei Übernahmeverfahren war die Fristenberechnung bisher oft mit Unsicherheiten behaftet. Allerdings erscheint uns die im Entwurf vorgeschlagene Regelung betreffend Fristen, die nach Monaten oder Wochen bestimmt sind, in der praktischen Handhabung heikel und fehleranfällig. Wir bevorzugen den im Erläuterungsbericht vorgestellten Alternativvorschlag. Dieser ist klar und dürfte in der Praxis einfach zu handhaben sein.

2. ART. 12 – MELDEPFLICHT BEI WERTPAPIERLEIHE USW.

Grundsätzlich begrüßen wir die vorgeschlagene Regelung, wonach bei Wertpapierleih- und vergleichbaren Geschäften ausschliesslich die übernehmende Partei der Meldepflicht unter-

steht. Sie erscheint uns inhaltlich richtig und dürfte den Bedürfnissen der Praxis, namentlich im Massengeschäft, gerecht werden. Allerdings möchten wir vorschlagen, explizit zu regeln, dass die übertragende Partei (d.h. der Verleiher, der Repo-Verkäufer oder der Sicherungsübereigner) nicht meldepflichtig ist. Gemäss dem Erläuterungsbericht (S. 10) ergibt sich dies *e contrario* aus der Regelung im Entwurf, doch wäre unseres Erachtens eine ausdrückliche Anordnung der Rechtssicherheit dienlich. Dementsprechend wäre Art. 12 Abs. 2 E-BEHV-FINMA am Ende wie folgt zu ergänzen:

«... Die Vertragspartei, welche die Beteiligungspapiere überträgt, ist der Meldepflicht nicht unterstellt.»

3. ART. 13 – MELDEPFLICHT BEI FINANZINSTRUMENTEN

▪ Art. 13 Abs. 2: Finanzinstrumente ohne Realerfüllungsanspruch

Die in Art. 13 Abs. 2 E-BEHV-FINMA vorgesehene Regelung der Meldepflicht im Zusammenhang mit Finanzinstrumenten mit Barausgleich halten wir für überschüssend.

Entgegen der im Erläuterungsbericht (S. 13) geäusserten Auffassung sind wir der Meinung, dass die im Entwurf vorgesehene Regelung (wie auch die geltende Regelung von Art. 13 Abs. 1^{bis} BEHV-EBK; s. dazu unsere Stellungnahme zur Teilrevision der BEHV-EBK vom 15. Oktober 2007) vom Börsengesetz weder gewollt noch abgedeckt ist. Dieses sagt klar, dass Erwerbs- und Veräusserungsrechte bezüglich Beteiligungspapieren (d.h. Finanzinstrumente mit Realerfüllungsanspruch) ohne weiteres der Meldepflicht unterstehen (Art. 20 Abs. 1 BEHG), während sonstige Finanzinstrumente (d.h. Finanzinstrumente mit Barausgleich) dann unterstellt sein sollen, wenn sie es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere *im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot* zu erwerben (Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG).

Die vom Börsengesetz gewollte Missbrauchsregelung, die auf den heimlichen Aufbau bedeutender Beteiligungen im Vorfeld von Übernahmen abzielt, entspricht auch der Rechtslage in ausländischen Rechtsordnungen (so in den USA, vgl. jüngst *CSX v. The Children's Investment Fund*, U.S. District Court Southern District of New York, 11. Juni 2008 (08 Civ. 2764 (LAK)), betreffend *Total Return Equity Swaps*). Hinzuweisen ist ferner auf die Rechtslage in Deutschland (vgl. § 25 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG), der selbst durch das Risikobegrenzungsgesetz vom 27. Juni bzw. 4. Juli 2008 diesbezüglich nicht verschärft wurde) oder die Regelung in der Transparenzrichtlinie der Europäischen Union (Richtlinie 2004/109/EG vom 15. Dezember 2004, Art. 13

Abs. 1) wonach Finanzinstrumente mit ausschliesslichem Barausgleich (*Cash Settlement*) der Meldepflicht ebenfalls nicht unterstellt sind.

Die im E-BEHV-FINMA vorgesehene Regelung geht damit sowohl über das Börsengesetz als auch über ausländische Regelungen hinaus. Diese Feststellung deckt sich auch mit Erfahrungen aus der Praxis zum geltenden Recht, wonach die Schweizer Regelung regelmässig als überschliessende Sonderregelung empfunden wird, welche die Unternehmen zwingt, ihre Compliance-Systeme spezifisch anzupassen. Wir schlagen daher vor, Art. 13 Abs. 2 E-BEHV-FINMA ersatzlos zu streichen. Der Umgehungstatbestand von Abs. 4 genügt unseres Erachtens und entspricht dem Gesetz sowie dem internationalen Umfeld. Namentlich deckt Abs. 4 die als stossend empfundenen Umgehungsfälle der jüngeren Vergangenheit, welche zu der Verschärfung der Regelung überhaupt erst Anlass gegeben haben, vollumfänglich ab.

- **Art. 13 Abs. 3: Freigrenze bei Finanzinstrumenten**

Die Regelung von Art. 13 Abs. 3 E-BEHV-FINMA, wonach Finanzinstrumente für die Berechnung des Stimmrechtsanteils nicht zu berücksichtigen sind, solange ihr Anteil unter 5% der Stimmrechte liegt und der Stimmrechtsanteil der übrigen Beteiligung 10% der Stimmrechte nicht überschreitet, ist grundsätzlich zu begrüssen. Allerdings sollte sich die Freigrenze aus unserer Sicht nicht nur auf Finanzinstrumente mit reinem Barausgleich gemäss Abs. 2 beziehen (soweit man diese Bestimmung entgegen unserem Vorschlag nicht ohnehin streicht), sondern auch auf Finanzinstrumente mit Realerfüllungsanspruch (Abs. 1). Dadurch könnte eine grosse Anzahl von unnötigen, da irrelevanten Offenlegungsmeldungen vermieden werden.

- **Art. 13 Abs. 4: Andere Finanzinstrumente**

Soweit unserem Vorschlag, Art. 13 Abs. 2 des Entwurfs zu streichen, gefolgt werden sollte, wäre der Verweis auf die Bestimmung in Abs. 4 zu streichen. Sollte Abs. 2 hingegen beibehalten werden, sehen wir für Abs. 4 keinen Raum. Aus unserer Sicht ist Abs. 2 derart weit gefasst, dass auch unter Annahme kreativer Märkte kaum Fälle denkbar sind, die durch die Bestimmung nicht abgedeckt werden. In diesem Sinne schlagen wir eventualiter vor, die Vorschrift von Art. 13 Abs. 4 zu streichen, falls Abs. 2 beibehalten werden sollte.

4. ART. 14 ABS. 1^{BIS} – MELDEPFLICHT WÄHREND ÜBERNAHMEVERFAHREN

Es ist allgemein unbestritten und wird nicht angezweifelt, dass die "ordentliche" Offenlegungspflicht gemäss Art. 20 BEHG auch in Übernahmeverfahren gilt und zur spezifischen Meldepflicht gemäss Art. 31 BEHG hinzutritt. Art. 14 Abs. 1^{bis} des Entwurf, der dies ausdrücklich festhält, erscheint daher überflüssig. Sollte an der Bestimmung festgehalten werden, schlagen wir vor, sie umzuformulieren. In der im Entwurf vorgesehenen Fassung scheint uns die Vorschrift missverständlich. Darüber hinaus erachten wir es im Sinne der geübten Praxis unter geltendem Recht als hinreichend, wenn der Anbieter die Beteiligung, die er nach dem Angebot hält, mittels Zwischen- und Endergebnis gemäss den übernahmerechtlichen Regeln öffentlich bekannt gibt, ohne dass es noch einer gesonderten Meldung an die Offenlegungsstellen bedürfte. Aus diesen Überlegungen würden wir den folgenden Wortlaut von Art. 14 Abs. 1^{bis} E-BEHV-FINMA vorschlagen:

«Die Meldepflicht gemäss Art. 20 des Gesetzes und Art. 9 ff. dieser Verordnung gilt auch während der Dauer eines Übernahmeverfahrens und tritt zu der Meldepflicht gemäss Art. 31 des Gesetzes hinzu. In Bezug auf die im Zwischen- bzw. im Endergebnis eines öffentlichen Kaufangebots veröffentlichte Beteiligung sind der Anbieter und die mit ihm in gemeinsamer Absprache handelnden Personen hingegen von der Meldepflicht gemäss Art. 20 des Gesetzes und Art. 9 ff. dieser Verordnung befreit.»

5. ART. 17 ABS. 3 – ÄNDERUNG DER MELDEPFLICHTIGEN ANGABEN

Gemäss der unverändert in den Entwurf übernommenen Vorschrift von Art. 17 Abs. 3 E-BEHV-FINMA ist *jede* Änderung der meldpflichtigen Angaben der Börse und der Gesellschaft *unverzüglich* zu melden.

Wie bereits in unserer Stellungnahme zu der Teilrevision der BEHV-EBK vom 15. Oktober 2007 angeführt, sollte Art. 17 Abs. 3 aus unserer Sicht ersatzlos aus dem Entwurf gestrichen werden. Aufgrund der verschärften Meldepflichten werden wesentliche Änderungen der meldpflichtigen Angaben in den meisten Fällen ohnehin eine *neue Meldung* nach sich ziehen. Die Tragweite der Bestimmung, die bereits unter dem geltenden Recht unklar ist, verliert weiter an Bedeutung. Auf der anderen Seite erscheint die Pflicht, sämtliche – auch unwesentliche – Angaben jederzeit und unverzüglich zu melden, aufgrund des weitaus höheren Detaillierungsgrades der verlangten Angaben als unverhältnismässig. Es ist zu befürchten, dass die Pflicht in der Praxis gar nicht wahrgenommen und die Meldefülle gar nicht gehandhabt werden könnte.

6. ART. 18 NEU– MELDEFRIST BEI ERBGANG

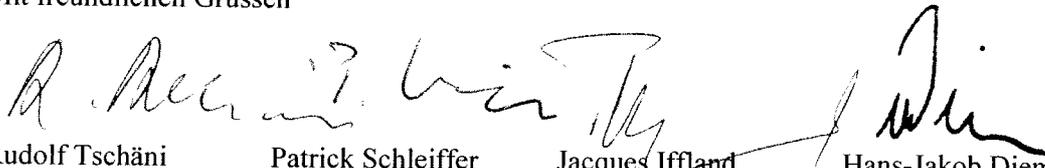
Gemäss der neuen Bestimmung von Art. 14 Abs. 1 lit. e E-BEHV-FINMA gilt die Meldepflicht auch dann, wenn Beteiligungspapiere von Gesetzes wegen oder aufgrund eines Gerichts- oder Behördenentscheids übergehen. In diesem Zusammenhang möchten wir bezüglich der Meldefrist bei Erbgang eine Sonderregelung vorschlagen, wonach es genügt, wenn die Meldung innerhalb einer Frist von z.B. 6 Monaten seit dem Erbfall erfolgt. Eine Meldepflicht innerhalb von 4 Börsentagen erscheint uns im Erbfall pietätlos und problematisch, gerade auch vor dem Hintergrund, dass Art. 41 Abs. 2 nBEHG künftig auch die fahrlässige Meldepflichtverletzung unter Strafe stellt.

7. ART. 20 ABS. 2 – AUSNAHMEN FÜR BEREITS ABGESCHLOSSENE GESCHÄFTE

Gemäss der unverändert in den Entwurf übernommenen Regelung von Art. 20 Abs. 2 werden für bereits abgeschlossene Geschäfte keine Ausnahmen von der Meldepflicht erteilt. Wie in den Erläuterungen zu dieser Bestimmung festgehalten, entspricht dies in dieser Absolutheit nicht der gängigen Praxis der Offenlegungsstelle. Wir möchten daher vorschlagen, Art. 20 Abs. 2 um das Wort «*grundsätzlich*» zu ergänzen, um Praxis der Offenlegungsstelle, die zu begrüssen ist, zweifelsfrei auf eine hinreichende gesetzliche Grundlage zu stellen.

Gerne hoffen wir, dass Sie unsere Kommentare und Hinweise hilfreich finden werden. Bei Fragen oder Bemerkungen stehen wir Ihnen selbstverständlich gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen


Rudolf Tschäni Patrick Schleiffer Jacques Iffland Hans-Jakob Diem