

Eidg. Bankenkommission
Börsen und Märkte
Frau Michèle Maurer
Postfach
3001 Bern

vorab per E-Mail

Zürich, 7. Mai 2007
Unsere Referenz: SWX-DDM-COR-20070427/D

Anhörung zur Teilrevision der Börsenverordnung-EBK

Sehr geehrte Damen und Herren

Die SWX Swiss Exchange (SWX) hat mit grossem Interesse von Ihren Vorschlägen zu einer Teilrevision der Art. 13, 37 und 38 Börsenverordnung-EBK (BEHV-EBK) Kenntnis genommen und dankt Ihnen für die Gelegenheit zur Stellungnahme zu diesen Vorschlägen.

Die SWX begrüsst die angestrebten Neuerungen grundsätzlich, insbesondere die für die Transparenz bei der Offenlegung von Beteiligungen wichtigen Neuerungen in Art. 13 BEHV-EBK. Die Stellungnahme der SWX beschränkt sich auf den vorgeschlagenen Art. 13 BEHV-EBK zur Offenlegung von Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechten sowie auf Art. 37 BEHV-EBK zum volumengewichteten Tagesdurchschnittskurs (VWAP).

Des Weiteren regt die SWX an, einen technischen Aspekt des Offenlegungswesens in die vorgezogene Teilrevision der BEHV-EBK zu integrieren. Es handelt sich dabei um eine Anpassung von Art. 19 BEHV-EBK (Veröffentlichung), die den Börsen die Möglichkeit eröffnen würde, das bestehende Veröffentlichungsmedium Schweizerisches Handelsamtsblatt (SHAB) durch eine elektronische Veröffentlichungsplattform zu ersetzen.

1. Zu nArt. 13 BEHV-EBK

- **Streichung von Abs. 3 – Vorbehaltlose Addition von Aktien, Wandel- und Erwerbsrechten sowie von geschriebenen Veräusserungsrechten**

Die beabsichtigte Streichung von Abs. 3, wonach die Bestände von Wandel- und Erwerbsrechten sowie das Schreiben von Veräusserungsrechten von weniger als 5% der Stimmrechte unabhängig von der bestehenden Beteiligung nicht meldepflichtig sind, wird von der SWX begrüsst. Es handelt sich hierbei um einen zentralen Schritt zur Verbesserung der Transparenz bei der Offenlegung der meldepflichtigen Derivate, welcher eine heute nicht mehr zu rechtfertigende Ausnahme von der Meldepflicht bezüglich Derivaten beseitigt.

- **Ergänzung von Abs. 1 lit. a und lit. b und Streichung von Abs. 4 – Offenlegungspflicht beim Halten von Veräusserungsrechten sowie beim Schreiben von Erwerbsrechten**

Mit den vorgeschlagenen Änderungen sollen insbesondere das Halten von Put-Optionen sowie das Schreiben von Call-Optionen die Offenlegungspflicht nach sich ziehen. Dies erweitert den Fokus des Offenlegungsrechts auf *bedingte Verkaufstatbestände*. Im Gegensatz zur Einschätzung der EBK (vgl. Kommentar zu diesen Bestimmungen) erachtet die SWX die Rechtsgrundlage unter dem geltenden Art. 20 BEHG insbesondere im Hinblick auf dessen Abs. 2 als fraglich. Nach Ansicht der SWX empfiehlt es sich die pendente Gesetzesrevision abzuwarten, die eine entsprechende Rechtsgrundlage bereitstellen würde, andernfalls wäre mit erheblichen Schwierigkeiten bei der Durchsetzung zu rechnen.

Im Hinblick auf eine allfällige Umsetzung dieses Vorschlags im Rahmen der aktuellen Revisionsvorlage von Art. 20 BEHG müsste geklärt werden, wie sich der meldepflichtige Schwellenwert berechnet und wie eine Meldung inhaltlich (insbesondere im Verhältnis zu Aktienbeständen) erfolgen müsste.

Dies hätte zusätzliche Anpassungen der BEHV-EBK zur Folge, um die notwendige Rechtssicherheit für die meldepflichtigen Personen und Emittenten zu schaffen. Im Hinblick auf den Zweck, die Verbesserung der Transparenz, ergibt sich dabei, dass ein Netting der Positionen von Aktien, Call-Optionen und geschriebenen Veräusserungsrechten mit den bedingten Verkaufstatbeständen (Halten von Put-Optionen sowie Schreiben von Call-Optionen) ausgeschlossen sein müsste. Ebenso abzulehnen wäre eine Regelung, wonach die bedingten Verkaufstatbestände zur Ermittlung eines meldepflichtigen Schwellenwerts mit den übrigen Beständen (Aktien, etc.) addiert werden müssten. Diese Regelung würde ansonsten zu einer indirekten Absenkung der geltenden Schwellenwerte führen und bei den Rechtsunterworfenen voraussehbar auf wenig Akzeptanz stossen, was erheblich nachteilig für deren Durchsetzung wäre.

Nach Ansicht der SWX sollten für die Ermittlung meldepflichtiger Schwellenwerte diese beiden gegensätzlichen Positionen je für sich einzeln betrachtet werden, wobei im Falle des Erreichens, Über- oder Unterschreitens eines Schwellenwerts durch eine dieser Positionen immer beide mit aktuellem Bestand und gesondert offenzulegen wären. Dies könnte in der BEHV-EBK wie folgt umgesetzt werden:

Geltende V erordnung	Revisionsvorschläge
Art. 10 Entstehen der Meldepflicht	
¹ Die Meldepflicht entsteht mit der Begründung des Anspruchs auf Erwerb oder Veräusserung von Beteiligungspapieren (insbesondere durch Abschluss eines Vertrages). Der Hinweis auf eine Erwerbs- oder eine Veräusserungsabsicht löst, sofern damit keine Rechtspflichten verbunden sind, keine Meldepflicht aus.	
² Die Grenzwerte sind gestützt auf die Gesamtzahl der Stimmrechte gemäss dem Eintrag im Handelsregister zu berechnen.	
	³ <u>Das Erreichen, Unter- oder Überschreiten eines Grenzwerts ist für den Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungspapieren, Wandel- und Erwerbsrechten sowie für das Einräumen von Veräusserungsrechten einerseits und für den Erwerb oder die Veräusserung von Veräusserungsrechten sowie für das Einräumen von Wandel- und Erwerbsrechten andererseits, je einzeln und unabhängig voneinander zu berechnen.</u>
Art. 17 Inhalt der Meldung	
¹ Die Meldung enthält folgende Angaben: a. Stimmrechtsanteil, Art und Anzahl der von den beteiligten Personen gehaltenen Beteiligungspapiere oder Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte und der mit diesen verbundenen Stimmrechte. Beim Unterschreiten des Grenzwertes von 5 Prozent kann die Meldung auf die Tatsache des Unterschreitens ohne Angabe des Stimmrechtsanteils beschränkt werden;	¹ Die Meldung enthält folgende Angaben: a. Stimmrechtsanteil, Art und Anzahl <u>sämtlicher</u> von den beteiligten Personen gehaltenen Beteiligungspapiere oder Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte <u>gemäss Art. 13</u> und der mit diesen verbundenen Stimmrechte. Beim Unterschreiten des Grenzwertes von 5 Prozent kann die Meldung auf die Tatsache des Unterschreitens ohne Angabe des Stimmrechtsanteils beschränkt werden;

- **Streichung der zweiten Teilsätze von Art. 13 Abs. 1 lit. a und lit. b BEHV-EBK – „soweit diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen“**

Durch die vorgeschlagene Streichung der Teilsätze „soweit diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen“ von Abs. 1 lit. a und lit. b sollen inskünftig auch Derivate, bei denen keine Realerfüllung vereinbart wurde, der Offenlegungspflicht unterstellt werden. Die EBK stellt die Erforderlichkeit dieser Erweiterung der Offenlegungspflichten zur Diskussion.

Die SWX lehnt eine allgemeine Offenlegungspflicht für solche Finanzinstrumente ab. Zunächst bietet der geltende Art. 20 BEHG nach Ansicht der SWX keine ausreichende rechtliche Grundlage dafür. Aber selbst nach dem vom Nationalrat beschlossenen nArt. 20 Abs. 1^{bis} BEHG wären die genannten Derivate ohne Realerfüllung nur dann offenlegungspflichtig, wenn diese *im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot nach Art. 22 BEHG ff. abgeschlossen* werden. Damit würde die vorgeschlagene Regelung auf Verordnungsstufe über den vom Gesetzgeber (künftig) vorgesehenen Rahmen hinausgehen. Folglich würde auch der revidierte Art. 20 BEHG keine ausreichende

rechtliche Grundlage für eine umfassende Offenlegungspflicht von Derivaten ohne Realerfüllung bieten.

Unabhängig von den Bedenken hinsichtlich der rechtlichen Grundlagen erachtet die SWX diese zusätzliche Offenlegungspflicht auch nicht für erforderlich. Einerseits erscheint es an sich fraglich, ob man echte Umgehungsgeschäfte positivrechtlich verhindern kann, andererseits kann bereits unter geltendem Recht, insbesondere durch eine konsequente Ahndung im Rahmen der Strafbestimmungen nach Art. 41 BEHG sowie auch, falls notwendig, über mögliche Gewährsverfahren gegen Institute, die der EBK unterstellt sind, ein wirkungsvoller Beitrag zur Durchsetzung der Offenlegungspflichten erbracht werden. In diesem Sinne erachtet es die SWX als geboten, dass die zuständigen Behörden (EBK und Eidg. Finanzdepartement) Verletzungen von Offenlegungsbestimmungen beschleunigt und mit der notwendigen Konsequenz verfolgen. Im Rahmen ihrer Möglichkeiten unterstützen die Marktüberwachung und die Offenlegungsstelle der SWX Ihre Bemühungen.

Im Hinblick auf eine Verbesserung der Missbrauchsbekämpfung bei Optionen mit Cash Settlement erachtet die SWX den Vorschlag der Schweizerischen Bankiervereinigung zu nArt. 13 Abs. 4 lit. c BEHV-EBK als sinnvoll und unterstützt diesen unter der Voraussetzung, dass die entsprechenden Rechtsgrundlagen im Börsengesetz in Kraft gesetzt werden.

- **Ergänzender Vorschlag der SWX zum Inhalt der Meldepflicht bei Derivaten – Art. 17 BEHV-EBK**

Die Ausweitung der Offenlegungspflichten auf das Halten von Veräusserungsrechten sowie auf das Schreiben von Erwerbsrechten ist ein wichtiger Schritt zur Verbesserung der Transparenz bei den Beteiligungsverhältnissen kotierter Gesellschaften. Bei Umsetzung dieses Anliegens sollte dabei nicht vergessen gehen, dass bezüglich des Informationsgehalts einer Offenlegungsmeldung bei Derivaten im Vergleich zu den Beteiligungspapieren gewichtige Unterschiede bestehen. Bei Letzteren besteht aufgrund gesetzlicher und kotierungsrechtlicher Erfordernisse eine hohe Transparenz bezüglich den Eigenschaften dieser Effekten (Nominalwert, Aktionärsrechte, GV-Daten, etc.). Folge davon ist, dass sich alle Marktteilnehmer gebührend über die Bedeutung einer veröffentlichten, bedeutenden Beteiligung informieren können. Somit genügt der geltende Art. 17 BEHV-EBK (Inhalt der Meldung) hinsichtlich der Offenlegung von Beteiligungspapieren grundsätzlich dem Gesetzes- und Verordnungszweck.

Für die Offenlegung von Derivaten erfüllt der geltende Art. 17 BEHV-EBK die Transparenzerfordernisse nicht ausreichend. Bei Meldungen nach geltendem Recht wird nur die Art des Derivats, z.B. Call-Option oder geschriebene Veräusserungsrechte angegeben. Im Gegensatz zu den Beteiligungspapieren, bei denen die wesentlichen Eigenschaften der Effekten transparent sind, fehlt es derzeit an jeglicher Information über die wesentlichen Bedingungen des Produkts bei Derivaten. Die Transparenz bei der Offenlegung von Derivaten, auch unter Berücksichtigung der Revisionsvorlage, ist damit trügerisch, weil sich die Bedeutung des Haltens oder Emittierens von Derivaten ohne Kenntnis der wesentlichen Bedingungen des Produkts nicht bestimmen lässt. Aus diesem Grund würde die SWX gerne eine Revision von Art. 17 BEHV-EBK zur Diskussion stellen. Eine solche Regelung wäre noch unter Berücksichtigung der Transparenzerfordernisse zu formulieren, könnte aber etwa in die folgende Richtung gehen:

Art. 17 Inhalt der Meldung

^{1bis} Bei Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechten nach Art. 13 enthält die Meldung zusätzlich folgende Angaben:

- die ISIN, sofern an einer Schweizer Börse kotiert, oder
- die Identität des Emittenten, den Basiswert, das Bezugsverhältnis, den Ausübungspreis, die Ausübungsfrist und die Ausübungsart.

2. Zu nArt. 37 Abs. 2 BEHV-EBK

In nArt. 37 Abs. 2 BEHV-EBK wird vorgeschlagen, zur Ermittlung des Angebotspreises nach Art. 32 Abs. 4 BEHG auf den Durchschnitt der während der letzten 60 Tagen ermittelten volumengewichteten Tagesdurchschnittskurse (VWAP) vor Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung abzustellen.

Aus Sicht der SWX ist das Konzept des VWAP zur Ermittlung des Angebotspreises sehr interessant, die gewählte Formulierung jedoch problematisch. Einerseits findet bei einer erheblichen Anzahl von Titeln nicht an jedem Börsentag Handel statt, andererseits lässt der Wortlaut des vorgeschlagenen nArt. 37 Abs. 2 BEHV-EBK darauf schliessen, dass der *Durchschnitt der einzelnen volumengewichteten Tagesdurchschnittskurse der letzten 60 Tage* vor Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung zu berechnen ist.

Die SWX kann mit vernünftigem Aufwand nur für die *börslichen Abschlüsse der letzten 60 Handelstage* vor Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung den volumengewichteten Durchschnittskurs berechnen. Diese 60 Handelstage sollten dabei als absolute Zeitspanne definiert werden und *nicht als 60 Tage, an denen ein Handel mit dem betreffenden Titel stattfand*. Für wenig liquide Titel bedeutet dies, dass an einigen Handelstagen kein volumengewichteter Tagesdurchschnittskurs vorliegen wird. Eine Berechnung des VWAP auf der Basis der letzten 60 Handelstage, an welchen Abschlüsse getätigt worden sind, wäre für die SWX nicht zumutbar, da dies mit erheblichem Aufwand verbunden wäre. Dies insbesondere, weil sich die Beobachtungsperiode bei einigen sehr illiquiden Titeln ganz erheblich über 60 Börsentage ausdehnen würde. Schliesslich sollte nach Auffassung der SWX der *volumengewichtete Durchschnittskurs aller börslichen Abschlüsse* während der festgelegten Dauer massgebend sein und nicht der Durchschnitt der einzelnen, volumengewichteten Tagesdurchschnittskurse.

Aus diesen Gründen schlägt die SWX den folgenden nArt. 37 Abs. 2 BEHV-EBK vor:

nArt. 37 E-BEHV-EBK	SWX Vorschlag zu Art. 37
² Der Börsenkurs nach Artikel 32 Absatz 4 des Gesetzes entspricht dem Durchschnitt der an einer Schweizer Börse ermittelten 60 volumengewichteten Tagesdurchschnittskurse vor Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung.	² Der Börsenkurs nach Artikel 32 Absatz 4 des Gesetzes entspricht dem volumengewichteten Durchschnittskurs der börslichen Abschlüsse der letzten 60 Handelstage vor Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung.

3. Zu nArt. 19 BEHV-EBK – Einführung einer elektronischen Veröffentlichungsplattform

Die SWX hat im Rahmen der Arbeitsgruppe der EBK zur Revision der BEHV-EBK einen Vorschlag zur Änderung von Art. 19 BEHV-EBK (Veröffentlichung) eingebracht. Nach diesem Vorschlag soll die Veröffentlichung der Offenlegungsmeldungen nicht mehr wie bis anhin zwingend über das Schweizerische Handelsamtsblatt (SHAB) erfolgen, sondern kann nach Wahl der Börse über eine von dieser betriebene, elektronische Veröffentlichungsplattform erfolgen.

Dabei würden diejenigen Emittenten, die in den Anwendungsbereich von Art. 20 BEHG fallen, ähnlich wie bei der Offenlegung von Management-Transaktionen, einen web-basierten Zugang zu einer Veröffentlichungsplattform für die Offenlegung der bedeutenden Beteiligungen erhalten.

Der Zweck dieser Regelung ist zunächst die beschleunigte, vollständige Publikation aller Offenlegungsmeldungen. Nach dem geltenden Art. 19 Abs. 1 BEHV-EBK erfolgen die Offenlegungsmeldungen zwar auch über eines der bedeutenden elektronischen Medien, die Börseninformationen verbreiten, was an sich dem Beschleunigungsgebot entsprechen würde. Diese sind aber weder dazu verpflichtet, die Meldungen mit dem vorgeschriebenen Inhalt zu verbreiten, noch diese überhaupt zu veröffentlichen. Ausserdem stehen Suchabfragen dieser elektronischen Medien in der Regel nicht einem unbeschränkten Personenkreis kostenlos zur Verfügung. Schliesslich bietet jedes einzelne bedeutende elektronische Medium, welches Börseninformationen verbreitet, unter Umständen auch deshalb keinen umfassenden Überblick über die Offenlegungsmeldungen eines Emittenten, weil dieser bei jeder Meldung die Wahl unter mehreren derartigen Medien hat.

Die SWX ihrerseits veröffentlicht die Offenlegungsmeldungen bereits heute auf ihrer häufig frequentierten Website zur Offenlegung von Beteiligungen, dies jedoch erst einige Tage nach erfolgter Publikation im SHAB. Die vorgeschlagene Regelung würde diesen Missstand beheben und gewährleisten, dass alle Meldungen unmittelbar nach Veröffentlichung durch den Emittenten auf der Website der SWX international verfügbar wären und eine rechtsgenügende Grundlage für ein solches Abrufsystem bieten.

Die Veröffentlichung über eine elektronische Plattform der SWX hätte sodann sowohl seitens der Emittenten, wie auch seitens der Offenlegungsstelle eine Verbesserung der Abläufe und damit auch eine Verringerung des administrativen Aufwands zur Folge. Daneben würden für die Emittenten auch die Kosten für die SHAB-Publikationen entfallen.

Nach Ansicht der SWX kann dem ausgewiesenen Bedürfnis der Marktteilnehmer nach fristgemäss verfügbaren, vollständigen Offenlegungsmeldungen durch diese technische Neuerung Rechnung getragen werden. Weiter ist hervorzuheben, dass bisherige Rückmeldungen von Emittenten und Marktteilnehmern zu diesem Vorschlag durchwegs positiv waren. Schliesslich wird auf die zunehmende und bereits heute hervorragende Bedeutung der elektronischen Informationsverbreitung im internationalen Kapitalmarktinformationsrecht hingewiesen. Der vorgeschlagene nArt. 19 BEHV-EBK setzt dies konsequent um.

Aus diesen Gründen regt die SWX an, eine entsprechende Neuerung von Art. 19 BEHV-EBK in die vorgezogene Teilrevision zu integrieren:

Geltende Verordnung	Revisionsvorschläge
Art. 19 Veröffentlichung	
¹ Die Gesellschaft veröffentlicht die Meldung ohne die Angaben nach Artikel 17 Absatz 1 Buchstaben b, c und e sowohl im Schweizerischen Handelsamtsblatt (SHAB) als auch in mindestens einem der bedeutenden elektronischen Medien, welche Börseninformationen verbreiten.	¹ Die Gesellschaft veröffentlicht die Meldung ohne die Angaben nach Artikel 17 Absatz 1 Buchstaben b, c und e
	a. im Schweizerischen Handelsamtsblatt (SHAB) sowie in mindestens einem der bedeutenden elektronischen Medien, welche Börseninformationen verbreiten, oder b. über eine von der Offenlegungsstelle betriebene elektronische Veröffentlichungsplattform sowie in mindestens einem der bedeutenden elektronischen Medien, welche Börseninformationen verbreiten.
² Für die Fristwahrung ist der Zeitpunkt der Übermittlung der Meldung an die elektronischen Medien massgebend.	² Die Offenlegungsstellen legen für die an der betreffenden Börse kotierten Gesellschaften verbindlich fest, ob die Veröffentlichung gemäss Absatz 1 Buchstabe a oder Buchstabe b zu erfolgen hat.
	³ Erfolgt die Veröffentlichung gemäss Absatz 1 Buchstabe a, so ist für die Fristwahrung gemäss Artikel 18 Absatz 2 der Zeitpunkt der Übermittlung der Meldung an die elektronischen Medien massgebend. Die Publikation ist gleichzeitig der Offenlegungsstelle zuzusenden.

Wir bedanken uns für die ausgezeichnete Zusammenarbeit mit der Eidg. Bankenkommission auf dem Gebiet des Offenlegungsrechts und ersuchen Sie höflich, unsere Anliegen gebührend zu berücksichtigen.

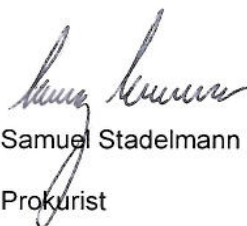
Mit freundlichen Grüssen

SWX Swiss Exchange



Daniel Keist

Mitglied der Geschäftsleitung



Samuel Stadelmann

Prokurist