

Per E-Mail

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

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

Zürich, 15. Oktober 2007 FF
99280.002

Teilrevision der Börsenverordnung-EBK

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf Ihr Schreiben vom 2. Oktober 2007 und kommen gerne der Einladung nach, Ihnen hiermit unsere Stellungnahme zu der vorgeschlagenen Teilrevision der Börsenverordnung-EBK (BEHV-EBK) per 1. Dezember 2007 zu unterbreiten.

Mit Ausnahme der Regelung betreffend Leihgeschäfte, (strukturierte) Finanzprodukte, die Meldepflicht bei Änderungen von meldepflichtigen Angaben sowie gewisse offene, im Entwurf nicht adressierte Fragen, wie unten ausgeführt, haben wir keine Bemerkungen zum Entwurf, auch wenn aus grundsätzlicher Sicht zu bedauern ist, dass die geltende, im Prinzip bewährte Regelung in Reaktion auf spezifische Umgehungsfälle der jüngsten Vergangenheit durch eine wesentlich komplexere Ordnung ersetzt wird. Wir halten die politisch motivierte und hastige Revision der Offenlegungsregelung, welche gerade im Bereich der *Cash Settled* Optionen und der Finanzprodukte auch über internationale, namentlich Europäische Regelungen hinausgeht, teilweise für überschüssend. Ob die Transparenz dadurch insgesamt erhöht wird oder aufgrund der grösseren Anzahl und des höheren Detaillierungsgrades der Meldungen im Gegenteil abnimmt, bleibt abzuwarten.

1. Leihgeschäfte und vergleichbare Geschäfte

Die Stossrichtung von Art. 12 des Entwurfs, Leih- und neu auch vergleichbare Geschäfte ungeachtet des Übergangs der Stimmrechte der Offenlegungspflicht zu unterstellen, halten wir für grundsätzlich richtig. Allerdings erscheint uns die in Abs. 2 vorgesehene Regelung mit Unklarheiten behaftet bzw. nicht sachgerecht.

Gemäss Art. 12 Abs. 2 des Entwurfs ist jene Partei meldepflichtig, welche über die Stimmrechte verfügt, ob ausübbar oder nicht. Danach ist im Normalfall, in welchem die Stimmrechte auf den Borger übergehen, dieser offenlegungspflichtig, sofern er einen Grenzwert erreicht oder überschreitet. Der Verleiher scheint *e contrario* nicht meldepflichtig zu sein, auch wenn er einen Grenzwert erreicht oder unterschreitet. Im umgekehrten Fall, in welchem die Stimmrechte beim Verleiher verbleiben, wäre dieser offenlegungspflichtig, sofern er einen Grenzwert erreicht oder unterschreitet, während den Borger keine Offenlegungspflicht träge.

Sofern die Regelung so zu verstehen ist, halten wir sie für nicht sachgerecht. Nach unserer Auffassung sollte sichergestellt werden, dass jedes Leih- oder vergleichbare Geschäft durch diejenige Partei offen gelegt werden muss, bei welcher ein Grenzwert tangiert oder durchschritten wird. Unter Umständen trifft die Offenlegungspflicht somit beide Parteien. Sodann sollte die Regelung unseres Erachtens vorsehen, dass die Beteiligungspapiere, welche Gegenstand der Leihe oder des vergleichbaren Geschäfts darstellen, von der Gesamtbeteiligung des Verleihers nicht subtrahiert werden. Dies deshalb, weil der Verleiher an den Papieren wirtschaftlich berechtigt bleibt und darüber hinaus einen Anspruch auf Rückübertragung der Titel hat, was einem Erwerbsrecht gleichkommt.

Aus diesen Überlegungen schlagen wir vor, Art. 12 wie folgt zu fassen (Änderungen im Vergleich zum Entwurf sind markiert):

Art. 12:

⁺Leihgeschäfte und vergleichbare Geschäfte, wie insbesondere die Veräusserung von Beteiligungspapieren mit Rückkaufsverpflichtung (Repo-Geschäfte), sind der Meldepflicht unterstellt, ohne Rücksicht darauf, welche Vertragspartei über die Stimmrechte verfügt (ob ausübbar oder nicht). Ungeachtet dessen bleiben die Beteiligungspapiere, welche Gegenstand des Leihgeschäfts oder vergleichbaren Geschäfts bilden, der zur Rückübertragung berechtigten Vertragspartei zugerechnet.

[Abs. 2 ist zu streichen].

Sodann drängt sich unseres Erachtens auf, die in Art. 17 Abs. 1 lit. g von den meldepflichtigen Parteien verlangten zusätzlichen Angaben zu ergänzen, um alle wesentlichen Elemente des Leihgeschäfts zu erfassen:

Art. 17 Abs. 1 lit. g:

Zusätzliche Angaben des Rechtsgeschäfts bei Beteiligungspapieren, die nach Art. 12 ~~gehalten~~übertragen werden, sowie die Art und Anzahl der so gehaltenen Beteiligungspapiere, der vorgesehene Zeitpunkt der Rückübertragung und die Vertragspartei, welche über die Stimmrechte verfügt.

2. (Strukturierte) Finanzprodukte

Gemäss Art. 13 Abs. 1 lit. c und Abs. 1^{bis} des Entwurfs unterstehen auch Finanzprodukte und strukturierte Finanzprodukte, die keinen Anspruch auf Beteiligungspapiere vermitteln, der Meldepflicht, sofern sie dem Berechtigten wirtschaftlich oder auf andere Weise ermöglichen, Beteiligungspapiere zu erwerben. Die Vorschrift stützt sich auf Art. 20 Abs. 2^{bis} des Gesetzes ab. In Art. 13 Abs. 1^{bis} des Entwurfs ist sodann ein weit gefasster, beispielhafter Katalog der betroffenen Produkte vorgesehen. Schliesslich schreibt Art. 13 Abs. 6 des Entwurfs vor, dass (strukturierte) Finanzprodukte in Erwerbs- und Veräusserungspositionen aufzugliedern und entsprechend zuzuordnen sind.

Der Verordnungsentwurf unterstellt sämtliche Finanzprodukte, welche es dem Berechtigten ermöglichen, Beteiligungspapiere zu erwerben, in jedem Fall der Offenlegungspflicht. Aus unserer Sicht ist fraglich, ob sich der Entwurf damit an den Rahmen des Gesetzes hält. Dieses verlangt als zusätzliche Voraussetzung für eine Unterstellung unter die Meldepflicht, dass die Möglichkeit, Beteiligungspapiere zu erwerben, "im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot" bestehen muss. Dieses zusätzliche, finale Element fehlt in Art. 13 Abs. 1 lit. c des Entwurfs. Als Folge dessen kann theoretisch jeden Anleger, welcher ein strukturiertes Produkt erwirbt oder veräussert, die Offenlegungspflicht treffen, ohne dass er sich dessen bewusst ist oder in der Lage wäre, die in Art. 13 Abs. 6 des Entwurfs vorgesehene Aufgliederung in Erwerbs- und Veräusserungspositionen zu bewerkstelligen. Berücksichtigt man ferner, dass der neue Art. 41 BEHG, der gleichzeitig mit dem FINMAG in Kraft treten soll, auch die fahrlässige Verletzung der Offenlegungspflicht mit empfindlichen Strafen bedroht, so erscheint der vorgeschlagene Art. 13 Abs. 1 lit. c überschliessend und unverhältnismässig. Auch besteht kein Bedürfnis, sämtliche Anleger in die Pflicht zu nehmen; vielmehr sollte die Verordnung, wie das Gesetz selbst, auf eigentliche Umgehungen zugeschnitten werden. Wir schlagen daher vor, das im Gesetz verlangte finale Element auch in die Verordnung aufzunehmen wie folgt:

Art. 13 Abs. 1 lit. c:

[...] es dem wirtschaftlich Berechtigten an diesen (strukturierten) Finanzprodukten wirtschaftlich oder auf andere Weise aber ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben.

Ferner schlagen wir vor, auf einen beispielhaften Katalog der betroffenen Finanzprodukte in Art. 13 Abs. 1^{bis} des Entwurfs entweder zu verzichten, oder den Katalog enger und greifbarer zu fassen.

3. Änderung der meldepflichtigen Angaben (Art. 17 Abs. 3 BEHV-EBK)

Gemäss der geltenden Vorschrift von Art. 17 Abs. 3 BEHV-EBK ist *jede* Änderung der meldepflichtigen Angaben der Börse und der Gesellschaft *unverzüglich* zu melden. Der Entwurf sieht vor, dass die Regel unverändert beibehalten wird.

Nach unserem Dafürhalten sollte Art. 17 Abs. 3 BEHV-EBK im Rahmen der Teilrevision ersatzlos gestrichen werden. Aufgrund der vorgesehenen verschärften Meldepflichten werden wesentliche Änderungen der meldepflichtigen Angaben in den meisten Fällen ohnehin eine *neue Meldung* nach sich ziehen. Die Tragweite von Art. 17 Abs. 3 BEHV, die bereits unter dem geltenden Recht unklar war, verliert damit 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.

4. Offene Punkte

Abschliessend möchten wir auf zwei Punkte hinweisen, die in der Praxis nicht selten Anlass zu Fragen geben. Aus unserer Sicht wäre zu erwägen, die Punkte im Rahmen der vorgeschlagenen Teilrevision aufzugreifen, auch wenn sie mit der Stossrichtung der Revision keinen direkten Zusammenhang haben:

- Zu erwägen wäre einerseits, die Praxis der Offenlegungsstelle der SWX Swiss Exchange, wonach die Meldepflicht bei Erreichen oder Durchschreiten eines Grenzwerts zufolge einer Erhöhung, Herabsetzung oder Umstrukturierung des Kapitals erst mit der Publikation im SHAB entsteht, explizit in die Verordnung aufzunehmen (vgl. auch Art. 10 Abs. 1^{bis} des Revisions-

entwurfs der EBK vom Oktober 2003 sowie unsere diesbezügliche Stellungnahme vom 13. Januar 2004).

- Sodann möchten wir anregen, in der Verordnung zu regeln, dass Bezugsrechte, die im Rahmen einer Kapitalerhöhung durch die Gesellschaft an die Aktionäre ausgegeben werden, keine "Erwerbsrechte" im Sinne der Bestimmungen darstellen, welche gestützt auf das dann noch eingetragene Aktienkapital allenfalls eine Meldepflicht begründen, sondern dass die Meldepflicht erst entsteht, wenn mit der Kapitalerhöhung (bzw. der Publikation derselben im SHAB) ein Grenzwert erreicht oder durchschritten wird.

Gerne hoffen wir, Ihnen hiermit zu dienen.

Mit freundlichen Grüssen

Rudolf Tschäni

Patrick Schleiffer

Jacques Iffland

Hans-Jakob Diem