



AIMA

167 Fleet Street, London EC4A 2EA, UK

+44 (0)20 7822 8380

info@aima.org

[aima.org](http://aima.org)

**Financial Market Supervisory Authority FINMA**

**Attn: Claudia Graf-Meier**

**Laupenstrasse 27**

**CH-3003 Bern**

**Submitted via email to:** [claudia.graf-meier@finma.ch](mailto:claudia.graf-meier@finma.ch)

30 September 2016

Dear Sir/Madam,

**AIMA's response to FINMA's consultation on the partial revision of the Financial Market Infrastructure Ordinance FINMA (FMIO-FINMA)**

The Alternative Investment Management Association Limited<sup>1</sup> (AIMA) welcomes the opportunity to submit its comments to the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA) in relation to its consultation paper on the partial revision of the Ordinance on Financial Market Infrastructures (FMIO-FINMA).

AIMA broadly welcomes the proposed changes to FMIO-FINMA. First, the proposal clearly aligns with the text of Article 120 paragraph 3 of the Federal Market Infrastructure Act, adopted by the Swiss Parliament in 2015 ("FMIA"), which provides that the duty to notify positions held on behalf of third parties rests with 'anyone who has the discretionary power to exercise the voting rights associated with [the relevant positions]'. The current rule has the effect of extending this duty to persons who do not themselves have the discretionary power to exercise the relevant voting rights, but who control the person who does. This goes beyond what FMIA requires.

The proposed revisions address practical difficulties experienced in the industry, particularly for family-controlled, state-owned or closely held asset management firms, where shareholders who have no links to the operational activities of the asset manager have been obligated to disclose client positions they have no control over or knowledge of.

Furthermore, the changes also ensure that disclosures to market participants are made by the persons managing the positions, and exercising the corresponding votes, which mitigates against misleading information being disclosed to the market.

AIMA would, however, support additional amendments to clarify the application of the regime to the disclosure of positions held by 'sponsored' funds.

---

<sup>1</sup> AIMA, the Alternative Investment Management Association, is the global representative of the alternative investment industry, with more than 1,700 corporate members in over 50 countries. AIMA works closely with its members to provide leadership in industry initiatives such as advocacy, policy and regulatory engagement, educational programmes, and sound practice guides. Providing an extensive global network for its members, AIMA's primary membership is drawn from the alternative investment industry whose managers pursue a wide range of sophisticated asset management strategies. AIMA's manager members collectively manage more than \$1.5 trillion in assets.



Currently, with respect to funds that are not authorised for public distribution in Switzerland, FMIO-FINMA distinguishes between funds that 'depend on a group' (also referred to as 'sponsored funds') and those that 'do not depend on a group' (also referred to as 'non-sponsored funds') (at Article 18 paragraphs 3 and 4). Under the rules, positions held by sponsored funds must be aggregated and disclosed 'by the group', whereas positions held by non-sponsored funds must be disclosed 'by the fund management company'. Under the current drafting for sponsored funds, it is unclear whether the reference to 'the group' is referring to the parent company of the sponsor group, or the person who controls such parent company. We believe that this uncertainty should be addressed and remedied as part of the current revision process.

Our members would also welcome clarity and consistency on the application of the standard of beneficial ownership, which appears to be applied differently depending on whether the concept is applied to funds or to other entities. Article 18 paragraph 4 FMIO-FINMA assumes that the financial groups beneficially own the positions that are held by the funds that they sponsor, whereas under Article 10 paragraph 1, the beneficial owner is identified as a party who controls the voting rights associated with the positions that it holds, and bears the associated economic risk. In this regard we note that funds do not bear the economic risk of the positions that they hold, since this risk rests with the funds' investors. As a result, FMIO-FINMA applies two different standards of beneficial ownership at the same time to different types of entities, although we are not aware of a justification for doing so and we believe this approach will cause confusion for market participants.

We therefore believe that FMIO-FINMA should be amended to acknowledge that positions held by sponsored funds are held on behalf of third parties, and should consequently be treated as client positions (as opposed to own account positions). Positions held by sponsored funds should consequently be disclosed at the level of the entity that has the discretionary authority to exercise the funds' voting rights. This would read through to the removal of paragraphs 3 and 4 of Article 18 to achieve an end where the positions held by sponsored funds and managed clients are aggregated and disclosed together.

With regard to the transitional arrangements, we would welcome confirmation that disclosures made previously will remain valid under the revised Ordinance, unless a threshold is reached, exceeded or fallen below resulting from its entry into force. This might be achieved by adopting a provision similar to Article 50 paragraph 1 FMIO-FINMA.

Finally, our members' previous experience of the current FMIO-FINMA has shown that an extended transition period, to a period of six months (rather than three), is necessary in order to adequately implement the new rules. Accordingly, we ask that FINMA considers extending the transition period for implementation. Although we note in relation to the specific changes proposed, it would be sensible to permit optional compliance with the new rule during the transition period. Taking this approach, during the transition period, the person subject to the disclosure obligation could either be the person with the discretionary power to exercise voting rights or the controlling person.

We hope you find our comments useful and would be more than happy to answer any questions you may have in relation to this letter.

Yours sincerely,

A handwritten signature in blue ink, appearing to read 'Jiří Król', is written over a light blue circular stamp.

Jiří Król  
Deputy Chief Executive Officer  
Global Head of Government Affairs



Association de  
**Banques Privées Suisses**  
Vereinigung  
**Schweizerischer Privatbanken**  
Association of Swiss Private Banks

Par email

[claudia.graf@finma.ch](mailto:claudia.graf@finma.ch)

Autorité fédérale de surveillance  
des marchés financiers (FINMA)  
Madame Claudia Graf-Meier  
Laupenstrasse 27  
3003 Bern

Genève, le 3 octobre 2016

## **Audition relative au projet de révision partielle de l'OIMF-FINMA**

Madame,

Nous nous référons à l'audition ouverte le 22 août 2016 par la FINMA à propos de l'objet cité sous rubrique. Nous avons pris bonne note des modifications proposées dans le cadre de la révision partielle de l'OIMF-FINMA et souhaitons vous communiquer les commentaires suivants.

### *Article 10 alinéa 2 OIMF-FINMA*

La proposition de modification vise l'article 10 al. 2 OIMF-FINMA et entend supprimer sa troisième phrase qui prévoit actuellement : « Quiconque domine directement ou indirectement une personne morale est autorisé à exercer librement les droits de vote ».

La teneur actuelle de l'article 10 al. 2 OIMF-FINMA est effectivement problématique car elle laisse à penser que l'obligation de déclarer prévue par l'article 120 al. 3 LIMF incombe à l'actionnaire de contrôle, indépendamment de son pouvoir d'influence concret sur l'exercice du droit de vote. Elle établit une fiction selon laquelle la personne qui domine économiquement la personne morale contrôle nécessairement l'exercice des droits de vote. Or, selon nous, tel n'était pas la volonté du législateur lorsqu'il a adopté l'article 120 al. 3 LIMF. Comme votre Autorité l'avait souligné lors de la consultation initiale sur le projet de l'OIMF-FINMA, l'article 120 al. 3 LIMF doit viser la personne qui « décide effectivement l'exercice des droits de vote » ; ainsi, à la différence de l'article 120 al. 1 LIMF qui est fondé sur la notion d' « ayant-droit économique », l'obligation d'annonce selon l'article 120 al. 3 LIMF / 10 al. 2 OIMF FINMA « ne touche donc pas automatiquement le dernier maillon de la chaîne » de détention économique (cf. le Rapport explicatif de la FINMA du 20 août 2015 concernant l'OIMF-FINMA, p. 26).

L'Association de Banques Privées Suisses soutient donc pleinement la proposition de supprimer la troisième phrase de l'article 10 al. 2 OIMF-FINMA.

Nous nous permettons de préciser que, selon nous, l'expression utilisée à l'article 10 al. 2 OIMF-FINMA selon laquelle « *quiconque peut exercer librement les droits de vote* » doit s'interpréter comme visant la personne ou entité qui détermine effectivement la politique en matière d'exercice des droits de vote, le cas échéant pour un groupe de sociétés, indépendamment de toute autre éventuelle considération de contrôle économique sur ladite personne ou entité.

#### *Article 18 OIMF-FINMA*

Ceci étant précisé, nous souhaitons également souligner qu'à l'occasion de cette révision, il serait opportun d'adapter le régime auquel sont soumis les placements collectifs de capitaux qui *dépendent* d'un groupe financier mais qui ne sont pas autorisés à la distribution en Suisse. Ce régime n'est pas satisfaisant à plusieurs égards :

Premièrement, selon l'actuel article 18 al. 4 OIMF-FINMA, les éventuelles participations détenues par ces placements collectifs de capitaux doivent être déclarées comme des positions propres du groupe dont les placements collectifs concernés dépendent. Or, d'une part, la notion de groupe n'est pas définie. Il n'est pas clair si elle vise la maison-mère du groupe et ses filiales seulement ou aussi son (ses) actionnaire(s) de contrôle. D'autre part, considérer que les positions détenues par des placements collectifs de capitaux sont des positions propres du groupe « sponsor » revient à considérer que ledit groupe en est l'ayant droit économique. Il en résulte une incohérence avec l'article 10 al. 1 OIMF-FINMA, qui définit l'ayant droit économique comme la personne qui contrôle les droits de vote découlant d'une participation et qui en supporte le risque économique. Or s'agissant de placements collectifs de capitaux, le risque économique des participations détenues est – par définition – supporté par les investisseurs.

Ensuite, il apparaît souvent difficile de déterminer si et quand le critère d'indépendance est ou non rempli de sorte que l'application uniforme de cette disposition par le marché est difficile à garantir.

De surcroît, il n'est à notre avis pas satisfaisant de traiter différemment les placements collectifs de capitaux autorisés à la distribution en Suisse qui dépendraient d'un groupe, de ceux non-autorisés à la distribution en Suisse dépendant du même groupe. Dans un cas, l'annonce devrait être faite, en vertu du droit actuel, au niveau de l'entité titulaire d'une autorisation selon la loi sur les placements collectifs de capitaux et dans l'autre au niveau du groupe, alors même que nous sommes en présence dans les deux cas de placements collectifs de capitaux qui dépendent du même groupe.

Nous pensons dès lors que les participations détenues par des placements collectifs de capitaux étrangers non autorisés en Suisse qui dépendent d'un groupe devraient être soumises au même régime que les participations détenues par des fonds étrangers non autorisés à la distribution en Suisse qui ne dépendent pas d'un groupe et déclarées par l'entité qui administre le placement collectif, telle que la société de direction ou une entité analogue. L'article 18 OIMF-FINMA pourrait ainsi être modifié comme suit :



**Art. 18** Placements collectifs de capitaux (art. 120, al. 1, 121, et 123, al. 1, LIMF)

<sup>1</sup> Les titulaires d'une autorisation (art. 13, al. 2, let. a à d, LPCC et art. 15 en relation avec l'art. 120, al. 1, LPCC) sont tenus de déclarer au sens de l'art. 120, al. 1, LIMF les participations des placements collectifs de capitaux autorisés en vertu de la LPCC.

<sup>2</sup> Les règles suivantes s'appliquent à l'obligation de déclarer:

- a. [Inchangé]
- b. [Inchangé]
- c. [Inchangé]
- d. [Inchangé]

**e. Aucune indication sur l'identité des investisseurs n'est requise.** [Reprise de l'alinéa 9]

<sup>3</sup> Dans le cas des placements collectifs de capitaux étrangers non autorisés à la distribution **qui ne dépendent pas d'un groupe**, les obligations de déclarer selon l'art. 120, al. 1, LIMF doivent être satisfaites par la direction du fonds ou la société. L'al. 2 s'applique à l'obligation de déclarer.

<sup>4</sup> à <sup>9</sup> [Supprimés]

Si votre Autorité entend maintenir une différence de traitement entre les placements collectifs de capitaux autorisés à la distribution qui dépendent d'un groupe et ceux non autorisés qui dépendent également d'un groupe, nous sommes d'avis que les participations détenues par les placements collectifs de capitaux non autorisés à la distribution dépendant d'un groupe doivent être considérées comme des positions de clients. Ces participations devraient alors être annoncées au niveau de l'entité qui exerce effectivement les droits de vote. Une annonce supplémentaire en qualité d'ayant droit économique ne devrait être requise que dans les cas exceptionnels dans lesquels le placement collectif concerné est dominé par l'un de ses investisseurs (c'est-à-dire dans les cas de *single investor funds*).

Nous invitons dès lors respectueusement votre Autorité à saisir l'opportunité de la révision en cours pour clarifier également ces règles.

*Article 50a OIMF-FINMA*

Enfin nous soulignons que le délai transitoire devrait à notre sens être étendu à six mois afin d'assurer la mise en place adéquate des nouvelles règles et jugeons opportun qu'il soit précisé à l'article 50a OIMF-FINMA qu'à l'instar de ce qui est prévu à l'article 50 al. 1 OIMF-FINMA, les déclarations effectuées en vertu de l'ancien droit restent valables si un seuil n'est pas franchi en raison de la modification de l'OIMF-FINMA. L'article 50a OIMF-FINMA pourrait alors être formulé ainsi :

Art. 50a Disposition transitoire relative à la modification du ...

<sup>1</sup> Les déclarations effectuées en vertu de l'ancien droit restent valables. Les faits qui se sont produits avant le 1<sup>er</sup> février 2017 et qui ne doivent être déclarés qu'en vertu de la présente ordonnance doivent être déclarés jusqu'au 31 juillet 2017.

<sup>2</sup> Les faits survenus après le 1er février 2017 peuvent, dans un premier temps, être déclarés conformément à l'ancien droit jusqu'au 31 juillet 2017, à condition de contenir une mention correspondante. La déclaration selon le nouveau droit doit parvenir à l'instance pour la publicité des participations compétente jusqu'au 31 juillet 2017.

En vous remerciant par avance de l'attention que vous porterez à la présente, nous vous prions d'agréer, Madame, nos salutations les meilleures.

ASSOCIATION DE  
BANQUES PRIVÉES SUISSES

Directeur :



Jan Langlo

Directeur adjoint :



Jan Bumann



**J. SAFRA SARASIN**



Sustainable Swiss Private Banking since 1841

**By e-mail** (claudia.graf@finma.ch)

**Registered mail**

Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA

Attn, to Ms. Claudia Graf-Meier

Laupenstrasse 27

CH-3003 Bern

FINMA		
ORG	04. OKT. 2016	SB
EA		
Bemerkung:		
Gth		

Geneva, 30 September 2016

Your contact: Stéphane Tourette, T: +41 (0)58 317 55 63

### **Consultation procedure on the partial revision of the FINMA Financial Market Infrastructure Ordinance**

Dear Sirs,

We refer to the consultation procedure initiated by FINMA regarding the draft partial revision of the FINMA Financial Market Infrastructure Ordinance (FMIO-FINMA) and to the invitation to comment by interested parties issued by your Authority.

Bank J. Safra Sarasin AG (the "**Bank**") welcomes the opportunity to express its opinion on this matter.

#### **1. THE PROPOSED CHANGES TO FMIO-FINMA ARE GENERALLY WELCOME**

Generally speaking, the Bank agrees with the proposed changes to Article 10 para. 2 FMIO-FINMA.

Pursuant to Article 120 para. 3 FMIA, the duty to notify positions for which the voting rights have been delegated rests with the person having the "discretionary power to exercise the voting rights". Currently, Article 10 para. 2 FMIO-FINMA goes beyond this requirement by providing that the duty to notify positions pursuant to Article 120 para. 3 FMIA can be imposed on the controlling shareholder of the person having been delegated the voting rights (often an asset manager or a bank). By eliminating this deviation from FMIA, FINMA's proposal would closely align the ordinance to the statutory regime adopted by the Swiss Parliament.

In addition, the current version of Article 10 para. 2 FMIO-FINMA requires shareholders having no links to operational activities of banks or asset managers to disclose client positions managed by said banks or asset managers. This often creates inextricable difficulties, especially for family-owned groups.

Amending Article 10 para. 2 FMIO-FINMA as FINMA proposes would solve these difficulties. In this regard, the proposed revision is therefore welcome.



## **2. FURTHER AMENDMENTS TO FMIO-FINMA ARE DESIRABLE**

### **a. With regards to "sponsored" funds**

In the Bank's view, however, FINMA should seize the opportunity of the current revision to further amend FMIO-FINMA in light of other difficulties encountered by market participants regarding so-called "not independent" or "sponsored" funds. Indeed, the current drafting of Article 18 para. 4 FMIO-FINMA provides that disclosable interests held by funds not authorized for distribution in Switzerland that depend on a group (i.e. "sponsored" funds) must be disclosed as own account position of the group these funds depend on.

Neither FMIA nor FMIO-FINMA define what should be considered as "the group" in this context; it is therefore unclear whether this regime calls for aggregation of positions held by sponsored funds at the level of the parent company or at the level of such company's controlling shareholder.

In addition, by treating positions held by sponsored funds as own account positions of the group, the current regime assumes that the group is the beneficial owner of such positions. This conclusion, however, leads to an inconsistency, since Article 10 para. 1 OIMF-FINMA defines beneficial ownership within the context of own account positions as bearing the economic risk and controlling the voting rights of such positions. By essence, a fund does not bear the risk of the position it holds. Only the investors do so (and investors never exercise the voting rights related to positions held by funds).

Furthermore, under the proposed revision of FMIO-FINMA, client positions would be aggregated and disclosed at the level of the person controlling the voting rights. At the same time, positions held by sponsored funds, being treated as own account positions, would be aggregated and disclosed at the level of "the group". In the Bank's view, there is no reason why positions held by sponsored funds should be treated differently than positions held by managed clients. On the contrary, this situation is bound to cause confusion among investors and should consequently be avoided.

Since positions held by sponsored funds should not be treated as own account positions of the group they depend on, they should be classified as client positions. Disclosure should therefore be performed in accordance with Article 120 para. 3 FMIA by the person or entity that controls the voting rights, i.e. often the asset manager. As a practical matter, the desired goal could be reached by deleting the current paragraphs 3 and 4 of Article 18 FMIO-FINMA. We note that these two paragraphs were not included in the draft ordinance on which FINMA initially consulted in August 2015, and were only inserted in the final text of the ordinance. The step proposed here is consequently to revert to the regime that was initially contemplated by FINMA.

### **b. With regards to the transition period**

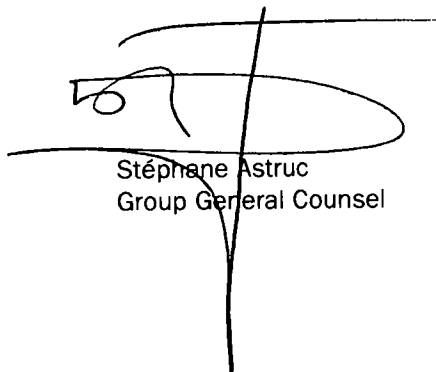
Further improvements to the proposed revision of FMIO-FINMA should also be considered for what regards the transition regime provided for in Article 50a FMIO-FINMA. First, this regime should be clarified that, should position calculated in compliance with the new rules not reach, exceed or fall below a disclosure threshold, prior disclosures will remain valid. This could be achieved by adding language similar to Article 50 para. 1 FMIO-FINMA.



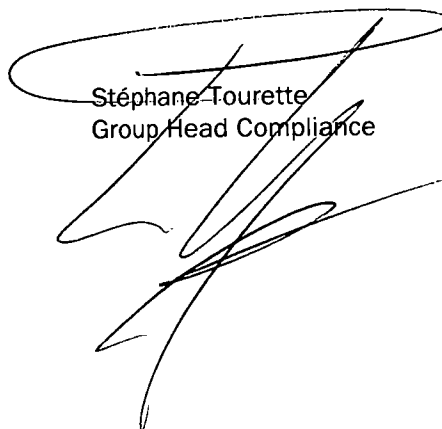
Finally we are of the opinion that the proposed three months transitory regime will be quite short to make the necessary structural and organizational adaptations and suggest to extend the transition period to six months.

We thank you in advance for giving this matter your consideration and remain at your disposal to respond to any questions you may have with regard to the above.

Yours sincerely  
Bank J. Safra Sarasin AG



Stéphane Astruc  
Group General Counsel



Stéphane Tourette  
Group Head Compliance





FINMA		
ORG	04. OKT. 2016	SB
EA		
Bemerkung:		
FEL		

Par courrier recommandé et  
électronique (claudia.graf@finma.ch)

Autorité fédérale de surveillance  
des marchés financiers FINMA  
Mme Claudia GRAF-MEIER  
Laupenstrasse 27  
3003 Berne

Genève, le 3 octobre 2016  
Réf. JR

**Concerne: Audition relative au projet de révision partielle de l'OIMF-FINMA**

Mesdames, Messieurs,

Nous nous référons à la procédure d'audition menée par votre Autorité au sujet du projet de révision partielle de l'ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers (OIMF-FINMA) et souhaitons par la présente vous communiquer notre position à ce sujet.

Banque Pictet & Cie SA  
Route des Acacias 60  
1211 Genève 73  
Suisse  
+41 58 323 2323 — TEL  
+41 58 323 2324 — FAX  
pictet.com

La proposition de modification vise l'article 10 al. 2 OIMF-FINMA et entend supprimer la troisième phrase dudit article qui prévoit actuellement :  
« *Quiconque domine directement ou indirectement une personne morale est autorisé à exercer librement les droits de vote* ».

La teneur actuelle de l'article 10 al. 2 OIMF-FINMA est effectivement problématique car elle laisse à penser que l'obligation de déclarer prévue par l'article 120 al. 3 LIMF incombe à l'actionnaire de contrôle, indépendamment de son pouvoir d'influence concret sur l'exercice du droit de vote. Elle établit une fiction selon laquelle la personne qui domine économiquement la personne morale contrôle nécessairement l'exercice des droits de vote. Or, selon nous, tel n'était pas la volonté du législateur lorsqu'il a adopté l'article 120 al. 3 LIMF. Comme votre Autorité l'avait souligné lors de la consultation initiale sur le projet de l'OIMF-FINMA, l'article 120 al. 3 LIMF doit viser la personne qui « *décide effectivement l'exercice des droits de vote* » ; ainsi, à la différence de l'article 120 I LIMF qui est fondé sur la notion d' « *ayant-droit économique* », l'obligation d'annonce selon l'article 120 al. 3 LIMF / 10 al. 2 OIMF FINMA « *ne touche*

JR

*donc pas automatiquement le dernier maillon de la chaîne* » de détention économique.<sup>1</sup>

Notre Maison soutient donc pleinement la proposition de supprimer la troisième phrase de l'article 10 al. 2 OIMF-FINMA.

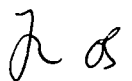
Nous nous permettons de préciser que, selon nous, l'expression utilisée à l'article 10 al. 2 OIMF-FINMA selon laquelle « *quiconque peut exercer librement les droits de vote* » doit s'interpréter comme visant la personne ou entité qui détermine effectivement la politique en matière d'exercice des droits de vote, le cas échéant pour un groupe de sociétés, indépendamment de toute autre éventuelle considération de contrôle économique sur ladite personne ou entité.

Ceci étant précisé, nous souhaitons également souligner qu'à l'occasion de cette révision, il serait opportun d'adapter le régime auquel sont soumis les placements collectifs de capitaux qui *dépendent* d'un groupe financier mais qui ne sont pas autorisés à la distribution en Suisse. Ce régime n'est pas satisfaisant à plusieurs égards :

Premièrement, selon l'actuel art. 18 al. 4 OIMF-FINMA, les éventuelles participations détenues par ces placements collectifs de capitaux doivent être déclarées comme des positions propres du groupe dont les placements collectifs concernés dépendent. Or, d'une part, la notion de groupe n'est pas définie. Il n'est pas clair si elle vise la maison-mère du groupe et ses filiales seulement ou aussi son (ses) actionnaire(s) de contrôle. D'autre part, considérer que les positions détenues par des placements collectifs de capitaux sont des positions propres du groupe « sponsor » revient à considérer que ledit groupe en est l'ayant droit économique. Il en résulte une incohérence avec l'article 10 al. 1 OIMF-FINMA, qui définit l'ayant droit économique comme la personne qui contrôle les droits de vote découlant d'une participation et qui en supporte le risque économique. Or s'agissant de placements collectifs de capitaux, le risque économique des participations détenues est – par définition – supporté par les investisseurs.

Ensuite, il apparaît souvent difficile de déterminer si et quand le critère d'indépendance est ou non rempli de sorte que l'application uniforme de cette disposition par le marché est difficile à garantir.

De surcroît, il n'est à notre avis pas satisfaisant de traiter différemment les placements collectifs de capitaux autorisés à la distribution en Suisse qui dépendraient d'un groupe, de ceux non-autorisés à la distribution en Suisse dépendant du même groupe. Dans un cas, l'annonce devrait être faite, en vertu du droit actuel, au niveau de l'entité titulaire d'une autorisation selon la Loi sur les placements collectifs de capitaux et dans l'autre au niveau du groupe, alors même



<sup>1</sup> Rapport explicatif de la FINMA du 20 août 2015 concernant l'OIMF-FINMA, p. 26

que nous sommes en présence dans les deux cas de placements collectifs de capitaux qui dépendent du même groupe.

Nous pensons dès lors que les participations détenues par des placements collectifs de capitaux étrangers non autorisés en Suisse qui dépendent d'un groupe devraient être soumises au même régime que les participations détenues par des fonds étrangers non autorisés à la distribution en Suisse qui ne dépendent pas d'un groupe et déclarées par l'entité qui administre le placement collectif, telle que la société de direction ou une entité analogue. Nous annexons à la présente une proposition de modification de l'article 18 OIMF-FINMA allant dans ce sens.

Si votre Autorité entend maintenir une différence de traitement entre les placements collectifs de capitaux autorisés à la distribution qui dépendent d'un groupe et ceux non autorisés qui dépendent également d'un groupe, nous sommes d'avis que les participations détenues par les placements collectifs de capitaux non autorisés à la distribution dépendant d'un groupe doivent être considérées comme des positions de clients. Ces participations devraient alors être annoncées au niveau de l'entité qui exerce effectivement les droits de vote. Une annonce supplémentaire en qualité d'ayant droit économique ne devrait être requise que dans les cas exceptionnels dans lesquels le placement collectif concerné est dominé par l'un de ses investisseurs (c'est-à-dire dans les cas de *single investor funds*).


Nous invitons dès lors respectueusement votre Autorité à saisir l'opportunité de la révision en cours pour clarifier également ces règles.

Enfin nous soulignons que le délai transitoire devrait à notre sens être étendu à six mois afin d'assurer la mise en place adéquate des nouvelles règles et jugeons opportun qu'il soit précisé à l'article 50a OIMF-FINMA qu'à l'instar de ce qui est prévu à l'article 50 al. 1 OIMF-FINMA, les déclarations effectuées en vertu de l'ancien droit restent valables si un seuil n'est pas franchi en raison de la modification de l'OIMF-FINMA. Nous vous prions de vous référer à notre proposition de modification en annexe.


Nous vous remercions de l'attention que vous voudrez bien donner à ce qui précède.

Banque Pictet & Cie SA  
Route des Acacias 60  
1211 Genève 73  
Suisse  
+41 58 323 2323 — TÉL  
+41 58 323 2324 — FAX  
pictet.com

Banque Pictet & Cie SA



Jad Reda  
Sous-Directeur



Olivier Sierro  
Sous-Directeur

**Annexe: Propositions d'amendements supplémentaires**

<b>Texte en vigueur</b>	<b>Texte proposé</b>
<p><b>Art. 18</b> Placements collectifs de capitaux (art. 120, al. 1, 121, et 123, al. 1, LIMF)</p> <p><sup>1</sup> Les titulaires d'une autorisation (art. 13, al. 2, let. a à d, LPCC et art. 15 en relation avec l'art. 120, al. 1, LPCC) sont tenus de déclarer au sens de l'art. 120, al. 1, LIMF les participations des placements collectifs de capitaux autorisés en vertu de la LPCC.</p> <p><sup>2</sup> Les règles suivantes s'appliquent à l'obligation de déclarer:</p> <p>a. [...]</p> <p>b. [...]</p> <p>c. [...]</p> <p>d. [...]</p> <p><sup>3</sup> Dans le cas des placements collectifs de capitaux étrangers non autorisés à la distribution qui ne dépendent pas d'un groupe, les obligations de déclarer selon l'art. 120, al. 1, LIMF doivent être satisfaites par la direction du fonds ou la société. L'al. 2 s'applique à l'obligation de déclarer.</p> <p><sup>4</sup> Dans le cas des placements collectifs de capitaux étrangers non autorisés à la distribution qui dépendent d'un groupe, les obligations de déclarer selon l'art. 120, al. 1, LIMF sont remplies par le groupe.</p> <p><sup>5</sup> L'indépendance de la direction du fonds ou de la société suppose notamment: [Suite inchangée]</p>	<p><b>Art. 18</b> Placements collectifs de capitaux (art. 120, al. 1, 121, et 123, al. 1, LIMF)</p> <p><sup>1</sup> Les titulaires d'une autorisation (art. 13, al. 2, let. a à d, LPCC et art. 15 en relation avec l'art. 120, al. 1, LPCC) sont tenus de déclarer au sens de l'art. 120, al. 1, LIMF les participations des placements collectifs de capitaux autorisés en vertu de la LPCC.</p> <p><sup>2</sup> Les règles suivantes s'appliquent à l'obligation de déclarer:</p> <p>a. [Inchangé]</p> <p>b. [Inchangé]</p> <p>c. [Inchangé]</p> <p>d. [Inchangé]</p> <p><b><u>e. Aucune indication sur l'identité des investisseurs n'est requise.</u></b></p> <p><sup>3</sup> Dans le cas des placements collectifs de capitaux étrangers non autorisés à la distribution <b>qui ne dépendent pas d'un groupe</b>, les obligations de déclarer selon l'art. 120, al. 1, LIMF doivent être satisfaites par la direction du fonds ou la société. L'al. 2 s'applique à l'obligation de déclarer.</p> <p><sup>4</sup> à <sup>8</sup>[Supprimés]</p>

<p><sup>6</sup> Dans les cas prévus à l'al. 3, le groupe doit remettre les documents suivants à l'instance pour la publicité des participations compétente:</p> <ul style="list-style-type: none"><li>a. une liste nominative de toutes les directions de fonds ou des sociétés;</li><li>b. une déclaration attestant que les conditions d'indépendance selon les al. 3 et 5 sont remplies et respectées.</li></ul> <p><sup>7</sup> Le groupe doit annoncer à l'instance pour la publicité des participations compétente toute modification de la liste selon l'al. 6, let. a.</p> <p><sup>8</sup> Dans les cas prévus à l'al. 3, l'instance pour la publicité des participations compétente peut demander en tout temps d'autres pièces attestant que les conditions de l'indépendance sont remplies et respectées.</p> <p><sup>9</sup> Aucune indication sur l'identité des investisseurs n'est requise.</p>	<p><b><u>Alinéa 9 déplacé à l'alinéa 2, lettre e)</u></b></p>
<p><b>Art. 50a</b> Disposition transitoire relative à la modification du ...</p> <p>Jusqu'au 30 avril 2017, les faits à déclarer et la publication peuvent l'être conformément à l'ancien droit.</p>	<p><b>Art. 50a</b> Disposition transitoire relative à la modification du ...</p> <p><b><u><sup>1</sup> Les déclarations effectuées en vertu de l'ancien droit restent valables. Les faits qui se sont produits avant le 1<sup>er</sup> février 2017 et qui ne doivent être déclarés qu'en vertu de la présente ordonnance doivent être déclarés jusqu'au 31 juillet 2017.</u></b></p> <p><b><u><sup>2</sup> Les faits survenus après le 1<sup>er</sup> février 2017 peuvent, dans un premier temps, être déclarés conformément à l'ancien droit jusqu'au 31 juillet 2017, à condition de contenir une mention correspondante. La déclaration selon le nouveau droit doit parvenir à l'instance pour la publicité des participations compétente jusqu'au 31 juillet 2017.</u></b></p>



Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA  
Attn. to Claudia Graf-Meier  
Laupenstrasse 27  
CH-3003 Bern

**Date: 30 September 2016**

Dear Sir/Madam

## **RE: FINMA Consultation on the Proposed Revision of FMIO-FINMA**

BlackRock, Inc. ("BlackRock")<sup>1</sup> is pleased to have the opportunity to respond to the consultation that FINMA initiated on 22 August 2016, in relation to its proposed revision of its Ordinance on Financial Market Infrastructures ("FMIO-FINMA"). As a fiduciary for our clients, BlackRock supports a regulatory regime that increases transparency, protects investors, and facilitates responsible growth of capital markets while preserving consumer choice and assessing benefits versus implementation costs.

We welcome the chance to address, and comment on, the issues raised by this consultation and are happy to continue to contribute to the thinking of FINMA on any specific issues that may assist in improving the final outcome.

### **Key Points**

The proposed revisions contained in the revised text<sup>2</sup>, would mean that the obligation to aggregate and disclose positions held for the account of third parties rests with the entity that makes the effective decisions regarding the exercise of voting rights. We generally support this proposed change to FMIO-FINMA and hope that FINMA will use this opportunity to provide further clarification to the regime. Indeed, we believe that the current regime lacks sufficient statutory basis.

We would strongly advocate that the current version of Article 10 para. 2 FMIO-FINMA, which places the obligation to notify client positions on the person who controls the entity that has the discretionary authority to exercise the voting rights (typically an investment adviser) rather than on the investment adviser itself, contradicts the text of the Federal Act on Market Infrastructures "FMIA". Article 120 para. 3 FMIA specifically states that the obligation to notify positions held for the account of third parties rests with "[a]nyone who has the discretionary power to exercise the voting rights associated with [the relevant positions]". There is no mention that the obligation is extended, as indicated in the current Article 10 para. 2 FMIO-FINMA, to the person who controls such person. The current Article 10 para. 2 consequently deviates from the statutory regime, generates disclosure obligations that were never contemplated by law and hence lacks a statutory basis. We believe that this issue is of critical importance, especially in light of the criminal sanctions that can be imposed in the event of a failure to correctly disclose a significant interest in a listed company. We therefore welcome the proposed change to Article 10 para. 2 as we believe it should work to create a regime that adequately reflects the statutory law.

We consider that under the current regime there has not been sufficient appreciation of the business model of an asset manager and consequently, the disclosures do not always provide the most useful information and transparency to the market. Disclosures that are made at the level of a controlling shareholder can be misleading as the entities (investment advisors) that ultimately manage and exercise the votes of the disclosed positions do not appear in the disclosures. Instead the current regime requires the identification of the 'direct holders', which are characterised as the entities that hold legal title to a fund's assets, so either the fund itself (if it has legal personality) or the relevant management company. This regime always seemed inappropriate to us, since it suggests inaccurately that the fund, the fund management company or its "sponsor" group has a beneficial interest in the positions held by the fund (which is not the

<sup>1</sup> BlackRock is one of the world's leading asset management firms. We manage assets on behalf of institutional and individual clients worldwide, across equity, fixed income, liquidity, real estate, alternatives and multi-asset strategies. Our client base includes pension plans, endowments, foundations, charities, official institutions, insurers and other financial institutions, as well as individuals around the world.

<sup>2</sup> Art.10 para. 2 and Art. 50a.

case), and because it triggers frequent and needless disclosure obligations in case of change in the list of funds that hold the relevant positions. Rather an accurate interpretation of Articles 120 FMIA and 10 FMIO-FINMA leads to the conclusion that positions held by funds must be treated as client positions, and must consequently be disclosed at the level of the entity that decides how the funds' voting rights are to be exercised pursuant to Article 120 para. 3 LIMF (the special regime that Article 18 FMIO-FINMA contemplates for Swiss funds, funds authorized for distribution in Switzerland and "independent" funds being of course reserved). We are therefore pleased to see that the proposed regime reflects this way of thinking and recognises that the market benefits most from the identification of the entities that make the effective decisions regarding the exercise of voting rights.

We would ask that the proposed revision to FMIO-FINMA provides clarity on the disclosure of positions held by "sponsored funds" as we believe that the current regime is unclear, inconsistent and inappropriate. Under the current regime in relation to funds that are not authorised for public distribution in Switzerland, Article 18 para. 3 and 4 FMIO-FINMA distinguish between funds that "depend on a group" (referred to as "sponsored funds") and those that "do not depend on a group" (referred to as "non-sponsored funds"). According to Article 18 para. 4 FMIO-FINMA, positions held by sponsored funds must be aggregated and should be disclosed "by the group". Whereas, pursuant to Article 18 para. 3 FMIO-FINMA, positions held by non-sponsored funds must, be disclosed "by the fund management company or company". We find that this regime is unclear, due to the ambiguity of the concept of 'group'. Article 18 para. 4 fails to specify whether 'group' refers to the parent company of the group or the person who controls that parent company.

Further, Article 18 para. 4 FMIO-FINMA assumes that financial groups beneficially own the positions that are held by the funds that they sponsor. This, we deem to be inappropriate as it does not correctly reflect the business model of an asset manager whereby all positions are beneficially owned by the underlying clients. In addition, the concept of beneficial ownership defined in Article 18 para. 4 is inconsistent with Article 10 para. 1 FMIO-FINMA, which defines a beneficial owner as a party who (i) controls the voting rights associated with the positions that it holds and (cumulatively) (ii) bears the associated economic risk. We would argue that Funds do not bear the economic risk of the positions that they hold, since this risk rests with the fund's investors. Thus, FMIO-FINMA applies two very different standards of beneficial ownership at the same time, which is both unjustified, unnecessary and confusing to the market.

It appears to us that the regime is inappropriate and will be misleading to the market, as under the current, and proposed regime positions held by sponsored funds would be assimilated to proprietary positions of the group. Consequently, we would assume that these positions would have to be aggregated and disclosed at the level of the person who controls the group in order to comply with Article 10 para. 1 FMIO-FINMA. Therefore these positions would not be aggregated alongside positions held by managed clients, since these would (pursuant to the revised Article 10 *para. 2* FMIO-FINMA) be aggregated and disclosed at the level of the entity that makes the effective decisions regarding the exercise of voting rights. We would strongly advocate that there is no reason for the positions held by sponsored funds and managed clients to be aggregated and disclosed at different levels. On the contrary, we believe that this would be bound to cause confusion among investors, and we would strongly urge FINMA to address this and avoid this situation.

We believe that it would be more appropriate, and reflective of an asset manager's business, for the revised FMIO-FINMA to acknowledge that positions held by sponsored funds are positions that are held for the account of third parties and hence should be treated as client positions (as opposed to own account positions). Consequently these should be aggregated and disclosed at the level of the entity that makes the effective decisions regarding the exercise of voting rights (in effect the investment adviser).

Further we would request that the revised text of FMIO-FINMA provides more clarity on the transitional regime that would be applied. The current text, under Article 50a merely provides that until 30 April 2017, the duty to notify and disclose can be complied with pursuant to the previous law. This fails to provide any guidance as to how practically disclosures should be made in relation to the situation where by positions calculated in compliance with the new rules reach, exceed or fall below a disclosure threshold upon entry into force of the revised ordinance, and those in which this is not the case. In particular we would ask FINMA to confirm that in the event that positions calculated under the new regime do not trigger an obligation to disclose, then disclosures made previously remain valid. Further we would ask FINMA to provide practical guidance on how to make any disclosures that are triggered solely as a result of the application of the revised regime. It would seem prudent to us that the explicit provisions under Article 50, para. 1 are replicated under Article 50a in relation to the transitional regime.

Finally, from our experience a transition period of three months is insufficient and far too short for us to be able to make the necessary changes to our systems and procedures in order to adequately implement and comply with the new rules. In particular, for an asset manager of BlackRock's size, any change to the automated systems can

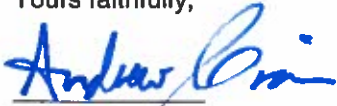
often require significant technology builds which require time to be built as well as to be adequately tested. Therefore we would respectfully request that the transition period be extended to at least six months.

## **Conclusion**

We believe, that the proposed revision to FMIO-FINMA is a welcome change, however, we would urge FINMA to ensure that the regime considers the business model of an asset manager and in particular provides clarity in relation to “sponsored funds” and the transition period. It is our strong belief that “sponsored funds” should also be aggregated at the level of the entity that makes the effective decisions regarding the exercise of voting rights.

We appreciate the opportunity to address and comment on the issues raised by the consultation paper and remain open to discussion which may further assist in implementation.

Yours faithfully,



Andrew Crain  
Global Head of Regulatory Engagement and Development





OLIVIER DUNANT  
LUC HAFNER  
MICHELE WASSMER  
NICOLAS PIERARD  
MARC FISCHER  
PATRICK BLASER  
NICOLAS KILLEN  
MICHEL BARBEY  
LOUIS BOISSIER  
LAURENT KYD  
ALEXANDRE DE WECK  
STEPHANIE LA ROCHE  
LUCA BOZZO  
SONIA RYSER

CONSEILS:  
SAMANTHA MEREGALLI DO DUC  
DOCTEUR EN DROIT  
ALFRED GIROD  
EXPERT FISCAL DIPLOME  
SERGE FAVRE  
EXPERT-COMPTABLE DIPLOME

CHRISTINE DE MONTMOLLIN  
SARAH HALPERIN  
NICOLAS CANDAUX  
PIERRE BYDZOVSKY  
PIERRE TURRETTINI  
ANNE-SOPHIE COLLOMB  
AMBROISE CROISY  
PAUL HANNA  
LUKAS VAN DOBBEN  
SWAN MONBARON  
ARNAUD CYWIE  
VERONIQUE HULMAN  
BENOÎT BIEDERMANN  
ALEXANDRE GALLOPIN  
VINCENT GUIGNET  
HADRIEN MANGEAT  
VANESSA FROSSARD  
ALEXANDRE JOTTERAND

<b>FINMA</b>		
ORG	05. OKT. 2016	SB
S2		
Bemerkung:		
		<i>Jcl</i>

Le 2 octobre 2016

Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA  
Laupenstrasse 27  
CH – 3003 Berne

## Procédure de consultation sur l'ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers

Mesdames,  
Messieurs,

Nous faisons suite à la mise en consultation concernant l'adaptation de l'obligation de déclarer pour les détenteurs droits de vote au sens de l'ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financier (OIMF-FINMA).

Par la présente, nous souhaitons mettre en lumière les problèmes pratiques que le régime actuel soulève pour certains de nos mandants et nous positionner en faveur de la proposition de la FINMA pour un assujettissement de la personne exerçant *effectivement* les droits de vote.

### I. Régime actuel et problèmes rencontrés

Depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2016, l'art. 120 al. 3 LIMF impose au détenteur de droits de vote sur des titres cotés en bourse une obligation de déclaration parallèle à celle de l'ayant-droit économique. La FINMA a concrétisé cette disposition à l'égard des personnes morales (généralement des sociétés de gestion) en soumettant à l'obligation de déclarer la personne qui domine directement ou indirectement la personne morale (art. 10 al. 2 OIMF-FINMA).

Ainsi, lorsque la société de gestion appartient à un large groupe de sociétés, il conviendrait de remonter la chaîne de détention jusqu'à l'ultime actionnaire de contrôle du groupe, lequel devrait agréger les titres gérés par toutes les entités du groupe. Or, pour plusieurs de nos mandants, ce régime s'avère, d'une part excessivement compliqué à mettre en œuvre et, d'autre part, injustifié au regard du but de transparence des marchés financiers.



En effet, dans les cas qui nous ont été présentés, les sociétés de gestion exerçant les droits de vote sur des titres cotés en Suisse agissent de manière strictement indépendante d'autres entités du groupe et de la maison-mère. Cette indépendance se justifie d'abord pour des raisons de rationalisation économique afin que chaque entité puisse évoluer sans le concours – coûteux – d'autres entités ou de la maison-mère. Généralement, cette indépendance se manifeste dans des réglementations internes expresses ou *de facto*.

S'agissant de gestionnaires étrangers, ceux-ci sont par ailleurs souvent soumis à autorisation dans leur pays d'incorporation et doivent soit garantir d'un exercice indépendant de leur activité soit expressément identifier les personnes qui influencent l'exercice des droits de vote.

Dans la mesure où les entités de ces groupes financiers agissent de manière décentralisée et indépendante, elles ne disposent en général pas de systèmes informatiques central permettant d'agréger et de suivre les flux des titres gérés par le groupe dans son ensemble. L'obligation de déclaration ainsi faite à l'ultime maillon de la chaîne de détention se heurte à des problèmes pratiques que seuls des coûts importants et des contraintes excessives permettraient de surmonter. Comme la FINMA l'a relevé dans sa communication du 22 août 2016, les efforts demandés sont particulièrement disproportionnés pour les personnes physiques contrôlant ces groupes sans y exercer aucune activité opérationnelle.

Il est important de souligner dans ce contexte que, à notre connaissance, les autres places financières majeures n'imposent pas d'obligation de déclaration similaire. Les groupes financiers internationaux devront donc mettre en place un nouveau système de *reporting* et de contrôle uniquement pour les besoins de la législation suisse.

A notre sens, de telles contraintes ne sont pas justifiées par l'objectif de transparence des marchés financiers. Les investisseurs ont un intérêt à connaître les personnes qui ont une influence sur les sociétés cotées. Or c'est bien celui qui exerce *effectivement* les droits de vote qui peut influencer la société cotée et non le maillon ultime de la chaîne qui n'exerce qu'un contrôle théorique sur le gestionnaire et ne prend aucunement part à l'exercice des droits de vote sur les titres gérés par le gestionnaire.

## II. Proposition de la FINMA

Dans sa communication du 22 août 2016, la FINMA propose de soumettre à l'obligation de déclarer la personne décidant *effectivement* de l'exercice des droits de vote. Cette proposition reprend celle initialement formulée par la FINMA dans le cadre du projet d'OIMF-FINMA mais qui avait été rejetée par certains participants à la procédure de consultation pour qui l'identification du détenteur effectif des droits de vote pouvait être difficile à déterminer dans certaines structures.

Selon nous, les craintes initialement formulées contre la proposition de la FINMA s'avèrent infondées. Les règles décisionnelles au sein d'un groupe sont généralement bien définies - de manière expresse ou tacite - de sorte que les gestionnaires connaissent les personnes qui décident effectivement de l'exercice des droits de vote sur les titres gérés. Toutefois, en cas de doute sur l'exercice effectif des droits de vote, l'OIMF-FINMA pourrait prévoir que la personne de contrôle est soumise à l'obligation de déclarer. Rien n'empêche par ailleurs qu'une situation au sein d'un gestionnaire évolue et que le sujet de l'obligation de déclarer varie avec le temps.

En d'autres occasions, la FINMA distingue déjà selon l'indépendance concrète du participant pour décider de son assujettissement. Nous pensons ici en particulier à l'assujettissement des placements collectifs de capitaux étrangers selon l'art. 18 al. 5 LIMF. Comme dans ce dernier cas, rien n'empêche la FINMA de dresser une liste des critères d'indépendance des gestionnaires et d'exiger une déclaration d'indépendance.

En conclusion, nous sommes d'avis que la proposition de la FINMA a le mérite d'être pragmatique, de limiter les coûts et les contraintes pour les détenteurs de contrôle sans porter préjudice aux investisseurs. Au contraire, une déclaration par celui qui exerce effectivement les droits de vote sur un titre côté donnerait une vision plus fidèle de l'influence effectivement exercée sur cette société.

\* \* \*

Nous vous remercions de l'attention que vous porterez à la présente et nous vous prions de croire, Mesdames, Messieurs, en l'assurance de notre parfaite considération.



Borel & Barbey



**Marc R. Bryant**  
Senior Vice President  
Deputy General Counsel  
Fidelity Investments  
245 Summer Street V13E, Boston MA 02210  
617.563.0276 MARC.BRYANT@FMR.COM

September 30, 2016

*Submitted electronically via claudia.graf@finma.ch*

Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA  
Attn. Ms. Claudia Graf-Meier  
Laupenstrasse 27  
CH-3003 Bern

**Re: FINMA Financial Market Infrastructure Ordinance Consultation**

Dear Sir or Madam,

Fidelity Investments (“Fidelity”)<sup>1</sup> appreciates the opportunity to provide comments to the Swiss Financial Market Supervisory Authority (“FINMA”) on its proposal to amend its Ordinance on Financial Market Infrastructure (“FMIO-FINMA”) relating to the notification duty for voting rights delegated on a discretionary basis. As further set forth below, Fidelity supports the proposal and believes it would be a significant improvement to the existing disclosure regime. We also believe FINMA should take this opportunity to clarify the application of the disclosure requirements to positions held by certain sponsored funds.

## **1. FIDELITY SUPPORTS THE PROPOSED AMENDMENTS**

Generally, the proposed amendments to FMIO-FINMA are welcome. The current version of Article 10 para. 2 FMIO-FINMA puts the duty to make notifications with respect to client positions on the person who ultimately controls the entity that has the discretionary authority to exercise the voting rights attaching to such positions, rather than on the person who has the power to exercise such voting rights (typically an investment manager that holds delegated voting authority for client positions, or its corporate group). We believe the proposed revisions are warranted because the existing approach is impractical to implement, results in potentially misleading disclosure, and lacks a sufficient statutory basis.

1.1 Impracticability of the current regime. The current version of Article 10 para. 2 FMIO-FINMA, in imposing a duty to notify on the person who ultimately controls the entity with discretionary authority to exercise voting rights for client positions, subjects privately-held asset managers and their shareholders to impracticable compliance requirements. This disclosure obligation requires the controlling shareholders, who may have no direct involvement in the operational activities of such asset managers, and in particular no involvement in the exercise of

---

<sup>1</sup> Fidelity, based in the United States and comprising subsidiaries and affiliates of FMR LLC, is a leading provider of mutual fund management and distribution, securities brokerage, and retirement recordkeeping services, among other businesses. Fidelity submits this letter on behalf of Fidelity Management & Research Company, the investment adviser to the Fidelity family of mutual funds, and other investment managers in the FMR LLC corporate group.

voting rights for client holdings, to make timely notifications with respect to investment advisory client positions they have no control over and no direct knowledge of. The resulting difficulty of complying with these requirements could have the effect of deterring such asset managers from investing in Swiss-listed companies at levels that would trigger notification obligations in the first instance.

1.2 Potentially misleading disclosure to market participants. Disclosures of significant shareholdings made at the level of a controlling shareholder of an asset manager provide little useful information to market participants. Such disclosures can be confusing at best, and even outright misleading with respect to privately-held asset managers whose shareholders are not involved in the exercise of voting rights on behalf of the asset managers' clients. In such circumstances, the disclosure regime creates the misleading impression that such shareholders are actually involved in deciding on the manner in which such voting rights are exercised on behalf of clients, which impairs, rather than promotes, transparency in the market regarding control of significant holdings of Swiss-listed companies.

1.3 The current regime lacks sufficient statutory basis. By imposing the duty to notify on the person who ultimately controls the entity that has discretionary authority to exercise voting rights attaching to client positions, the current version of Article 10 para. 2 contradicts the statute that the Swiss Parliament adopted in 2015 (the Federal Act on Market Infrastructures – “FMIA”). Article 120 para. 3 FMIA provides that the duty to notify positions held for the account of third parties rests with “[a]nyone who has the discretionary power to exercise the voting rights associated with [the relevant positions].” The current version of Article 10 para. 2 FMIO-FINMA goes beyond this requirement and creates a disclosure regime where the duty to notify may be imposed not on a person who has the discretionary power to exercise the relevant voting rights, but, instead, on the person who ultimately controls such person possessing voting discretion. This provision deviates from the statutory regime and creates disclosure obligations not contemplated by law. Given the criminal sanctions that can be imposed in the event of an intentional or negligent breach of the obligation to notify significant interests in listed companies, this situation is particularly concerning.

The proposed amendment to Article 10 para. 2 FMIO-FINMA would resolve the foregoing concerns by placing the duty to notify on the entity that is actually involved in the exercise of the voting rights and possesses the reportable holdings information, rather than on the entity's ultimate controlling shareholder(s). Such an approach would establish a disclosure regime that rests on a sounder statutory footing, facilitate more straightforward compliance by investment managers, and result in public disclosures that are more in line with the expectations of market participants.

## **2. SUGGESTED IMPROVEMENTS TO THE AMENDMENT PROPOSAL WITH REGARDS TO "SPONSORED" FUNDS**

While we support FINMA's proposal for the reasons set forth above, we also suggest that the amendments to FMIO-FINMA take the additional step of aligning the requirements applicable to the disclosure of positions held by “sponsored” funds to those applicable to “non-



sponsored funds.” Currently, with respect to funds that are not authorized for public distribution in Switzerland, Article 18 para. 3 and 4 FMIO-FINMA distinguish between funds that “*depend on a group*” (colloquially referred to as “sponsored funds”) and those that “*do not depend on a group*” (colloquially referred to as “non-sponsored funds”). According to Article 18 para. 4 FMIO-FINMA, positions held by sponsored funds must be aggregated and disclosed “*by the group*”; that is, effectively treated as proprietary positions that are held for the sponsor group’s “own account.” By contrast, pursuant to Article 18 para. 3 FMIO-FINMA, positions held by non-sponsored funds must be disclosed “*by the fund management company or company*”; that is, treated as third party client positions. The resulting disclosure regime is unclear, inconsistent, and leads to confusing results.

2.1 The disclosure regime outlined above is unclear, because the concept of “group” to which it refers is ambiguous. Article 18 para. 4 does not specify whether the “group” to which it refers – and which has the duty to aggregate and disclose the positions held by the funds that it sponsors – is the parent company of the “sponsor” group or the person who controls such parent company. As a result, different corporate groups that sponsor funds may take different approaches to complying with this disclosure obligation, while leaving it unclear to market participants which approach was taken, thereby undermining the usefulness of the information reported.

2.2 The disclosure regime is inconsistent, because it defines ownership differently depending on whether the concept is applied to funds or to other entities. Article 18 para. 4 FMIO-FINMA, by requiring positions held in sponsored funds to be treated as if they were proprietary “own account” positions of the sponsor group, assumes that financial groups beneficially own the positions that are held by the funds that they sponsor. This assumption is inconsistent with Article 10 para. 1 FMIO-FINMA, which defines a beneficial owner as a party who (i) controls the voting rights associated with the positions that it holds *and* also (ii) bears the associated economic risk of such investment. The financial group sponsoring a fund, however, generally does not bear the economic risk of the positions held by the funds that are sponsored by the group and managed by its members, as this risk is ultimately borne by the fund’s investors who have provided capital for investment. Thus, in these two provisions, FMIO-FINMA applies two different standards of beneficial ownership to trigger notification obligations, an approach that does not appear to serve any clear purpose and is confusing to market participants.

2.3 The different treatment of sponsored and non-sponsored funds yields confusing results. Under both the current and the proposed disclosure regime, positions held by sponsored funds would be aggregated with proprietary positions of the sponsor group. Such proprietary (including sponsored fund) positions might, in turn, potentially have to be aggregated and disclosed at the level of the person who controls the sponsor group, in compliance with Article 10 para. 1 FMIO-FINMA. Consequently, these positions held by sponsored funds would not be aggregated with the positions held by managed clients, which would (pursuant to the revised Article 10 para. 2 FMIO-FINMA) be treated as third party holdings and aggregated and disclosed at the level of the entity that has the discretionary authority to exercise the relevant voting rights.

However, there is no compelling reason why reportable positions held by sponsored funds and funds or accounts managed for other third party clients should be aggregated and disclosed at different levels, i.e., in the one case by the sponsor group (or its controlling person), but in the other case by the affiliate in the group that exercises discretionary voting authority for the fund or account. The structural differences that distinguish sponsored funds from non-sponsored funds typically result from regulatory, tax, and corporate and securities law requirements of the jurisdiction(s) in which the funds are organized and marketed.<sup>2</sup> Notwithstanding such structural differences, sponsored funds and non-sponsored funds may be indistinguishable in terms of their investment strategy, the asset manager exercising investment discretion, and the entity carrying out the voting of securities held by the fund, and in the case of both categories of funds, the economic risk of ownership of the fund's investments is borne by the fund and, thus, its investors, not by the sponsor group.

Thus, as is the case for positions held by non-sponsored funds, the asset manager and its affiliates in the sponsor group do not have beneficial ownership, as defined in Article 10 para. 1 FMIO-FINMA, of the reportable positions held by the sponsored funds. In light of the relevant similarities of such funds that are organized primarily to facilitate investment by third party clients, to apply disparate disclosure requirements to these two categories of funds based on highly technical structural differences seems artificial and does not serve a cognizable public interest.

Accordingly, we believe the amended FMIO-FINMA should acknowledge that sponsored funds organized for investment by third-party investors should be treated in an equivalent manner as non-sponsored funds for purposes of complying with the disclosure regime, namely, as third party client accounts whose positions are subject to being aggregated and disclosed by the entity that has the discretionary authority to exercise the voting rights attached to those positions, and not as proprietary or "own account" positions.

### **3. SUGGESTED AMENDMENTS TO THE TRANSITION REGIME**

Fidelity takes the view that the currently proposed three month transition period does not provide market participants with sufficient time to adequately implement systems and processes designed to comply with the new rules. Accordingly, Fidelity believes the transition period should be extended to at least six months.

---

<sup>2</sup> For example, funds formed for third party investment in the United States may be organized as business trusts and registered with the U.S. Securities & Exchange Commission ("SEC") as regulated investment companies, which are overseen by boards of directors a majority of whom are independent of the fund's sponsor and manager. Alternatively, they may be formed as collective investment trusts, limited partnerships or limited liability companies exempt from registration with the SEC, and their operations supervised by an entity affiliated with the fund's sponsor and manager. Despite these differences in structural form and regulatory status, all such funds may be capitalized through contributions by third party investors, and accordingly each fund's asset manager and its corporate affiliates would not be beneficial owners of the fund's holdings, as defined in Article 10 para. 1 FMIO-FINMA. However, positions in Swiss-listed companies held by such funds may nonetheless be subject to different treatment under the current disclosure regime, being in the one case treated as third party positions subject to aggregation and notification by the fund management company, but in the other case as "own account" positions subject to aggregation and notification by the sponsor group or, potentially, its controlling shareholders.



4. CONCLUSION

As discussed above, we support FINMA's goal of amending the disclosure regime to resolve the practical difficulties encountered by market participants with respect to the existing requirements. However, we believe the final revisions to FMIO-FINMA could further this goal by taking the additional step of clarifying that holdings of sponsored funds should be treated as client positions for purposes of complying with the disclosure regime. Both the proposal and this suggested amendment would serve to reduce the unnecessary and impracticable compliance burdens imposed by the existing regime on reporting persons, such as asset managers, while improving the clarity of the disclosure provided to market participants. Reducing these burdens, and their potential deterrent effect on investments in Swiss-listed companies, would benefit not only the clients of asset managers, but all market participants in Switzerland.

\* \* \* \* \*

As FINMA moves forward with the consultation process, we would be pleased to respond to any further questions FINMA may have about our comments.

Sincerely,



Marc R. Bryant  
Senior Vice President &  
Deputy General Counsel  
Fidelity Investments



**Par courrier ordinaire  
et électronique (claudia.graf@finma.ch)**

**Autorité fédérale de surveillance  
des marchés financiers FINMA**  
A l'att. de Madame Claudia Graf-Meier  
Laupenstrasse 27  
CH-3003 Berne

<b>FINMA</b>		
ORG	04. OKT. 2016	SB
EA		
Bemerkung:		<i>FL</i>

Genève, le 3 octobre 2016  
9996.052 / 11.1031592\_1 / IFFLJ

**Révision partielle de l'ordonnance de la FINMA sur l'infrastructure des marchés financiers  
(OIMF-FINMA)**

Mesdames et Messieurs,  
Chère Madame,

Nous nous référons à l'audition initiée par votre Autorité le 22 août 2016 au sujet de la révision envisagée de l'OIMF-FINMA.

Nous vous remercions d'avoir donné l'occasion à notre étude de prendre position sur ce projet.

Nos commentaires sont mentionnés ci-dessous.

Associés Genève: Andreas von Planta · Shelby R. du Pasquier · Guy Vermeil · Mark Barmes\* · François Rayroux · Jean-Blaise Eckert · Daniel Tunik · Olivier Stahler · Andreas Rötheli · Xavier Favre-Bulle · Benoît Merkt · David Ledermann · Jacques Iffland · Daniel Schafer · Miguel Oural · Fedor Poskriakov · Frédéric Neukomm · Cécile Berger Meyer · Rayan Houdrouge  
Zurich: Rudolf Tschäni · Patrick Hünerwadel · Stefan Breitenstein · Matthias Oertle · Martin Burkhardt · Heini Rüdüsühli · Marcel Meinhardt · Patrick Schleiffer · Thierry Calame · Beat Kühni · Lukas Morscher · Alex Wittmann · Tanja Luginbühl · Prof. Jürg Simon · Matthias Wolf · Hans-Jakob Diem · Prof. Pascal Hinny · Harold Frey · Marcel Tranchet · Tino Gaberthüel · Astrid Waser · Stephan Erni · Roland Fischer · Dominique Müller  
Lausanne: Lucien Masmejan



**1. Modification de l'art. 10 al. 2 OIMF-FINMA**

La modification envisagée de l'art. 10 al. 2 OIMF-FINMA est bienvenue, et doit être saluée.

L'actuel art. 10 al. 2 OIMF-FINMA ne figurait pas dans le projet d'ordonnance que la FINMA avait mis en consultation au mois d'août 2015. Cette disposition a été insérée pour la première fois dans le texte final de l'OIMF-FINMA, sans que les participants au marché aient eu la possibilité de se prononcer sur son contenu. Or, le régime que prévoit l'actuel art. 10 al. 2 OIMF-FINMA est problématique à plusieurs égards:

- (i) La légalité de la disposition est douteuse, dans la mesure où elle place une obligation d'annonce sur la personne qui domine directement ou indirectement la personne morale autorisée à exercer librement les droits de vote, et non sur la personne autorisée à exercer librement les droits de vote elle-même comme le prévoit l'art. 120 al. 3 LIMF.
- (ii) La mise en œuvre de l'art. 10 al. 2 OIMF-FINMA s'avère problématique pour les groupes financiers en mains privées ou sous contrôle familial ou étatique (comme par exemple les banques cantonales). Cette disposition oblige en effet le groupe financier à communiquer des informations généralement confidentielles concernant les positions de ses clients à ses actionnaires de contrôle, ce qui peut poser des problèmes de confidentialité ou de protection des données. En outre, il est insatisfaisant qu'un groupe financier dépende de son actionnaire de contrôle pour l'annonce des positions détenues par ses clients.
- (iii) Enfin, l'actuel art. 10 al. 2 OIMF-FINMA peut susciter des situations peu transparentes, voire même trompeuses, dans la mesure où elle place l'obligation d'annonce sur des personnes qui ne disposent pas elles-mêmes du pouvoir d'exercer les droits de vote, et ne sont donc pas celles que le public considère comme étant le détenteur "réel" de la participation. Ainsi, les investisseurs s'attendent à ce que les positions gérées par un gérant de fonds<sup>1</sup> soient annoncées par le gérant concerné, et non par les personnes (souvent physiques) qui contrôlent ce gérant.

La modification proposée de l'art. 10 al. 1 OIMF-FINMA doit donc être saluée.

Le rapport explicatif que la FINMA a publié au sujet de la révision envisagée indique que, dans les relations de groupe, l'obligation d'annonce n'incombe pas nécessairement à *"la personne au nom de laquelle la délégation ou le transfert des droits de vote sont*

---

<sup>1</sup> Les termes "fonds", "placements collectifs de capitaux" et "placements collectifs" sont utilisés indifféremment dans ce document.

*formellement libellés*", mais que cette obligation peut incomber à la direction du groupe<sup>2</sup>. Il s'agit là à notre avis d'une clarification importante, qui devrait figurer de façon explicite dans l'ordonnance. Notre proposition à ce sujet est mentionnée dans l'annexe.

## **2. Autres modifications de l'OIMF-FINMA nécessaires pour assurer la mise en œuvre du nouveau régime**

Même si la révision envisagée doit être saluée, elle omet cependant plusieurs adaptations nécessaires pour assurer une mise en œuvre cohérente du régime envisagé.

Ainsi, le projet mis en consultation omet d'adapter les règles concernant:

- l'annonce des participations détenues par des fonds étrangers non autorisés à la distribution en Suisse; et
- l'articulation des annonces faites par les ayants droit économiques, d'une part, et par les personnes autorisées à exercer librement les droits de vote, d'autre part.

### **2.1 Annonce des participations détenues par des placements collectifs de capitaux non autorisés à la distribution en Suisse**

L'actuel article 18 OIMF-FINMA crée la fiction que les groupes financiers sont les ayants droit économiques des participations que détiennent leurs fonds étrangers "dépendants", lorsque ces derniers ne sont pas autorisés la distribution en Suisse. Cela se traduit en pratique par le fait que les positions détenues par ces fonds doivent être déclarées (au sens de l'art. 120 al. 1 LIMF) par "le groupe" (art. 18 al. 4 OIMF-FINMA).

Ce régime ne figurait pas dans le projet d'OIMF-FINMA que la FINMA avait mis en consultation en août 2015. Les alinéas 3 et 4 de l'actuel art. 18 OIMF-FINMA ont été introduits lors de l'adoption du texte final de cette ordonnance au mois de décembre 2015, sans que les participants au marché aient eu l'occasion de se prononcer à ce sujet.

Ce régime soulève d'importantes difficultés à l'heure actuelle. En effet:

---

<sup>2</sup> Rapport explicatif de la FINMA du 22 août 2016 relatif à la révision partielle de l'OIMF-FINMA, page 5.

- Il crée (sans le dire) une définition particulière de l'ayant droit économique pour les placements collectifs de capitaux. Selon l'art. 10 al. 1 OIMF-FINMA deux conditions doivent être réalisées pour qu'une personne puisse se voir reconnaître la qualité d'ayant droit économique au sens de l'art. 120 al. 1 LIMF: la personne concernée doit "*contrôle[r] les droits de vote découlant d'une participation*", d'une part, et "*supporte[r] le risque économique de la participation*", d'autre part. Les deux conditions sont cumulatives.

Par définition, les placements collectifs de capitaux ne remplissent jamais ces deux conditions. Les placements collectifs se caractérisent par une "*Fremdverwaltung*", ce qui signifie que les risques économiques de leurs investissements sont toujours supportés par les investisseurs. Sans l'exprimer explicitement, l'art. 18 al. 4 OIMF-FINMA crée ainsi une exception à la définition de l'art. 10 al. 1 OIMF-FINMA, en ce sens qu'il prévoit l'existence d'ayants droit économiques qui – contrairement à ce que prévoit l'art. 10 al. 1 OIMF-FINMA – ne supportent pas le risque économique des participations détenues. Un tel régime d'exception a toujours existé pour les fonds suisses ou autorisés à la distribution en Suisse. Toutefois, ce n'est que depuis le 1<sup>er</sup> janvier 2016 qu'il a été explicitement étendu aux placements collectifs étrangers non autorisés à la distribution en Suisse.

- En outre, la règle selon laquelle "*les obligations de déclarer selon l'article 120, al. 1, LIMF sont remplies par le groupe*" est problématique, car il n'est pas clair si la notion de "groupe" vise ici la société mère du groupe financier concerné ou au contraire son ou ses actionnaires de contrôle.

La modification envisagée de l'art. 10 al. 2 OIMF-FINMA va exacerber cette ambiguïté, et créer des difficultés insurmontables si le régime de l'art. 18 OIMF-FINMA n'est pas clarifié.

Le projet d'art. 10 OIMF-FINMA mis en consultation prévoit que, au sein d'un groupe financier, les positions détenues pour compte propre et pour le compte de tiers peuvent devoir être annoncées à des niveaux différents. Si un groupe financier est dominé par un actionnaire de contrôle (comme c'est par exemple le cas des banques privées, des banques en mains familiales ou des banques cantonales), les positions propres doivent être annoncées par l'actionnaire (ou les actionnaires) de contrôle, alors que les positions détenues pour le compte de clients doivent être annoncées par l'entité qui peut exercer librement les droits de vote des participations concernées.

Dans ce contexte, il est essentiel de clarifier le niveau auquel les positions détenues par les fonds non autorisés à la distribution en Suisse doivent être déclarées. Le texte actuel de l'art. 18 al. 4 OIMF-FINMA suggère que l'obligation de déclaration appartient dans ce cas à l'actionnaire de contrôle du groupe dont dépend le fonds (même si la rédaction de l'ordonnance est en réalité ambiguë sur ce point). Un tel régime serait cependant illogique.

Les positions des placements collectifs de capitaux sont en effet détenues pour le compte des investisseurs, c'est-à-dire des clients du groupe financier concerné. Rien ne justifie que ces positions soient consolidées et déclarées à un niveau différent des positions des autres clients concernés. Dans sa rédaction actuelle, l'art. 18 al. 4 OIMF-FINMA conduit ainsi à un résultat illogique.

Au demeurant, la distinction que l'art. 18 OIMF-FINMA fait actuellement entre placements collectifs qui "dépendent" ou qui ne "dépendent pas" d'un groupe n'a plus lieu d'être dans le régime actuel de l'art. 120 LIMF. Cette distinction avait été introduite dans une recommandation de l'Instance pour la publicité des participations du SIX Swiss Exchange ("IPP") de 2014<sup>3</sup>, alors que l'IPP cherchait à clarifier le régime applicable aux placements collectifs de capitaux après la décision du Tribunal fédéral de juillet 2013<sup>4</sup> invalidant l'ancien article 9 al. 2 OBVM-FINMA. Or la règle obligeant les gérants à annoncer les positions qu'ils détiennent pour le compte de clients et pour lesquels ils exercent librement les droits de vote jouit désormais d'une base légale explicite. Pour assurer la publicité de ces positions détenues par des fonds non autorisés à la distribution, il n'est plus nécessaire de recourir à la fiction assimilant ces participations à des positions propres du groupe "sponsor". Désormais, les positions des placements collectifs de capitaux non autorisés à la distribution doivent être déclarées par l'entité qui exerce librement les droits de vote, c'est-à-dire par le gérant du fonds. Il n'est plus nécessaire de prévoir une obligation d'annonce distincte pour le fonds lui-même, procédé qui se révèle à la fois artificiel (le fonds n'étant en réalité pas l'ayant droit économique des positions détenues) et source de confusion pour le marché (les positions des fonds pouvant devoir être annoncées à double, une fois par le groupe dont "dépend" le fonds et une fois par le gérant du fonds, sans que ce "double comptage" soit toujours visible).

Nous suggérons donc que la FINMA revienne à la rédaction de l'article 18 OIMF-FINMA qu'elle avait initialement proposé en août 2015, et qu'elle renonce en particulier aux alinéas 3 et 4 de cette disposition (voir la proposition de texte figurant en annexe).

## **2.2 Clarifications à apporter aux règles concernant le contenu des annonces (art. 22 OIMF-FINMA)**

Le projet d'art. 10 OIMF-FINMA prévoit que, au sein d'un groupe financier, les positions détenues pour compte propre et pour le compte de tiers peuvent devoir être annoncées à des niveaux différents. Les positions propres d'une banque doivent être déclarées par la personne qui domine la banque, alors que les positions détenues par les clients de la banque et dont la banque peut exercer librement les droits de vote doivent être déclarées par la banque elle-même.

---

<sup>3</sup> Rapport annuel 2014 de l'IPP du SIX Swiss Exchange, pages 33 ss.

<sup>4</sup> Arrêt du Tribunal fédéral 2C\_98/2013 du 29 juillet 2013; Rapport annuel 2014 de l'IPP du SIX Swiss Exchange, pages 48 ss.

La question se pose donc de savoir comment ces deux types d'annonces (*i.e.* l'annonce de l'actionnaire de contrôle et l'annonce de la banque contrôlée) devront être coordonnés à l'avenir.

En l'absence de dispositions particulières, l'actionnaire de contrôle qui annonce avoir atteint ou franchi un seuil d'annonce en sa qualité d'ayant droit économique doit annoncer l'ensemble des positions qu'il détient *directement et indirectement* (art. 120 al. 1 LIMF). Selon les formulaires d'annonce que le SIX Swiss Exchange et le BX Bern Exchange mettent actuellement à la disposition des investisseurs, l'ayant droit économique est invité à mentionner dans son annonce les droits de vote dont les entités qu'il contrôle directement ou indirectement peuvent exercer librement les droits de vote (conformément à l'art. 120 al. 3 LIMF).

Un tel régime contredirait désormais le principe selon lequel les annonces prévues par l'art. 120 al. 3 LIMF doivent être faites par l'entité qui jouit du droit d'exercer librement les droits de vote, et non par la personne qui contrôle cette société. Ce point nécessite à notre avis l'ajout d'un nouvel aliéna à l'art. 22 OIMF-FINMA (voir la proposition mentionnée en annexe).

### 3. Régime transitoire

La FINMA propose que "*les faits à déclarer et la publication [puissent] l'être conformément à l'ancien droit*" jusqu'à l'échéance d'un délai transitoire de trois mois échéant le 30 avril 2017.

Ce régime est à notre avis insuffisant, car il ne règle pas le sort des annonces existantes, et ne précise pas si ces dernières resteront valides ou si de nouvelles annonces devront être faites dans le délai transitoire, même en l'absence de tout franchissement de seuil.

A notre sens, sous réserve de sa durée (qui devrait être portée de trois à six mois – voir ci-dessous), le régime transitoire devrait être identique à celui qui avait prévalu lors de l'entrée en vigueur de l'OIMF-FINMA. Ainsi, il devrait être clarifié que:

- En l'absence de circonstances donnant naissance à un devoir d'annonce après l'entrée en vigueur des nouvelles règles, les déclarations faites avant la date d'entrée en vigueur restent valables sous l'empire du nouveau droit.
- Les faits qui se sont produits avant l'entrée en vigueur du nouveau régime et qui ne doivent être déclarés qu'en vertu du nouveau droit (*e.g.* un franchissement de seuil au niveau d'un gérant de fortune contrôlé) doivent être déclarés jusqu'à la fin du délai transitoire.

- Les faits survenus après l'entrée en vigueur du nouveau régime peuvent, dans un premier temps, être déclarés conformément à l'ancien droit, à condition de contenir une mention correspondante. La déclaration selon le nouveau droit doit parvenir à l'instance pour la publicité des participations compétente jusqu'à la fin du délai transitoire.

En outre, l'expérience récente a montré qu'un délai transitoire de trois mois est trop bref pour assurer une transition simple et harmonieuse, qui peut impliquer l'obtention de décisions préalables de la part des instances pour la publicité des participations des bourses concernées. Un délai de six mois serait à notre sens plus approprié.

---

Nous nous tenons à votre disposition pour répondre à vos questions éventuelles.

Nous vous prions de croire, Mesdames et Messieurs, à l'assurance de nos sentiments distingués.



Jacques Iffland



Ex. Hans-Jakob Diem

Annexe: Proposition d'amendements supplémentaires de l'OBVM-FINMA

Texte en vigueur	Texte proposé
<p><b>Art. 10</b> Principes (art. 120, al. 1 et 3, et 123, al. 1, LIMF)</p> <p><sup>1</sup> [...]</p> <p><sup>2</sup> L'art. 120, al. 3, LIMF s'applique si les droits de vote ne sont pas directement ou indirectement exercés par l'ayant droit économique. Est soumis à l'obligation de déclarer quiconque peut exercer librement les droits de vote. Quiconque domine directement ou indirectement une personne morale est autorisé à exercer librement les droits de vote.</p> <p><sup>3</sup> [...]</p>	<p><b>Art. 10</b> Principes (art. 120, al. 1 et 3, et 123, al. 1, LIMF)</p> <p><sup>1</sup> [Inchangé]</p> <p><sup>2</sup> Si les droits de vote ne sont pas directement ou indirectement exercés par l'ayant droit économique, est également soumis à l'obligation de déclarer, selon l'art. 120, al. 3, LIMF, quiconque peut exercer librement les droits de vote [= <i>Proposition de la FINMA</i>]. <b><u>Dans les rapports de groupe, la déclaration peut être faite par la personne qui peut exercer librement les droits de vote ou par la société mère du groupe. Dans ce cas, la société mère du groupe indique dans sa déclaration que cette dernière est faite au nom et pour le compte de ses filiales.</u></b></p> <p><sup>3</sup> [Inchangé]</p>
<p><b>Art. 18</b> Placements collectifs de capitaux (art. 120, al. 1, 121, et 123, al. 1, LIMF)</p> <p><sup>1</sup> Les titulaires d'une autorisation (art. 13, al. 2, let. a à d, LPCC et art. 15 en relation avec l'art. 120, al. 1, LPCC) sont tenus de déclarer au sens de l'art. 120, al. 1, LIMF les participations des placements collectifs de capitaux autorisés en vertu de la LPCC.</p> <p><sup>2</sup> Les règles suivantes s'appliquent à l'obligation de déclarer:</p> <p>a. [...]</p> <p>b. [...]</p> <p>c. [...]</p> <p>d. [...]</p>	<p><b>Art. 18</b> Placements collectifs de capitaux (art. 120, al. 1 <b>et 3</b>, 121, et 123, al. 1, LIMF)</p> <p><sup>1</sup> <b><u>Dans le cas des placements collectifs de capitaux (suisses ou étrangers autorisés à la distribution),</u></b> les titulaires d'une autorisation (art. 13, al. 2, let. a à d, LPCC et art. 15 en relation avec l'art. 120, al. 1, LPCC) sont tenus de déclarer au sens de l'art. 120, al. 1, LIMF les participations des placements collectifs de capitaux autorisés en vertu de la LPCC.</p> <p><sup>2</sup> <b><u>Dans le cas des placements collectifs de capitaux au sens de l'al. 1,</u></b> les règles suivantes s'appliquent à l'obligation de déclarer:</p> <p>a. [Inchangé]</p> <p>b. [Inchangé]</p> <p>c. [Inchangé]</p> <p>d. [Inchangé]</p> <p>e. <b><u>Aucune indication sur l'identité des</u></b></p>

<sup>3</sup> Dans le cas des placements collectifs de capitaux étrangers non autorisés à la distribution qui ne dépendent pas d'un groupe, les obligations de déclarer selon l'art. 120, al. 1, LIMF doivent être satisfaites par la direction du fonds ou la société. L'al. 2 s'applique à l'obligation de déclarer.

<sup>4</sup> Dans le cas des placements collectifs de capitaux étrangers non autorisés à la distribution qui dépendent d'un groupe, les obligations de déclarer selon l'art. 120, al. 1, LIMF sont remplies par le groupe.

<sup>5</sup> L'indépendance de la direction du fonds ou de la société suppose notamment:

[Suite inchangée]

<sup>6</sup> Dans les cas prévus à l'al. 3, le groupe doit remettre les documents suivants à l'instance pour la publicité des participations compétente:

- a. une liste nominative de toutes les directions de fonds ou des sociétés;
- b. une déclaration attestant que les conditions d'indépendance selon les al. 3 et 5 sont remplies et respectées.

<sup>7</sup> Le groupe doit annoncer à l'instance pour la publicité des participations compétente toute modification de la liste selon l'al. 6, let. a.

<sup>8</sup> Dans les cas prévus à l'al. 3, l'instance pour la publicité des participations compétente peut demander en tout temps d'autres pièces attestant que les conditions de l'indépendance sont remplies et respectées.

<sup>9</sup> Aucune indication sur l'identité des investisseurs n'est requise.

investisseurs n'est requise.

<sup>3</sup> [Supprimé]

<sup>4</sup> [Supprimé]

<sup>5</sup> Pour les placements collectifs de capitaux étrangers non autorisés à la distribution, la direction du fonds ou la société peut remplir l'obligation de déclarer selon l'al. 2 dans la mesure où elle n'est pas dépendante d'un groupe. L'indépendance de la direction du fonds ou de la société suppose notamment:

[Suite inchangée]

<sup>6</sup> Dans les cas prévus à l'al. 3, le groupe doit remettre les documents suivants à l'instance pour la publicité des participations compétente:

- a. une liste nominative de toutes les directions de fonds ou des sociétés;
- b. une déclaration attestant que les conditions d'indépendance selon les al. 3 ~~et 5~~ sont remplies et respectées.

<sup>7</sup> Le groupe doit annoncer à l'instance pour la publicité des participations compétente toute modification de la liste selon l'al. 4, let. a.

<sup>8</sup> Dans les cas prévus à l'al. 3, l'instance pour la publicité des participations compétente peut demander en tout temps d'autres pièces attestant que les conditions de l'indépendance sont remplies et respectées.

<sup>9</sup> Ni les placements collectifs de capitaux ni les investisseurs ne sont les avants droit économiques des participations détenues par des placements collectifs de capitaux qui ne sont pas autorisés à la distribution. Hormis les cas prévus aux al. 1 et 3, les participations



	<p><u>détenues par de tels placements collectifs de capitaux sont déclarées par la personne autorisée à exercer librement les droits de vote, conformément aux art. 120, al. 3, LIMF et 10, al. 2, de la présente ordonnance.</u></p>
<p><b>Art. 22</b> (art. 123, al. 1, LIMF)</p> <p><sup>1</sup> La déclaration contient les indications suivantes:</p> <p>[...]</p> <p>[Suite inchangée]</p>	<p><b>Art. 22</b> (art. 123, al. 1, LIMF)</p> <p><sup>1</sup> La déclaration contient les indications suivantes:</p> <p>[...]</p> <p><sup>1bis</sup> <u>La déclaration de l'avant droit économique peut omettre les droits de vote qu'une personne morale qu'il domine directement ou indirectement peut exercer librement au sens des art. 120, al. 3, LIMF et 10, al. 2 de la présente ordonnance.</u></p> <p>[Suite inchangée]</p>
<p><b>Art. 50a</b> Disposition transitoire relative à la modification du ...</p> <p>Jusqu'au 30 avril 2017, les faits à déclarer et la publication peuvent l'être conformément à l'ancien droit.</p>	<p><b>Art. 50a</b> Disposition transitoire relative à la modification du ...</p> <p><sup>1</sup> <u>Les déclarations effectuées en vertu de l'ancien droit restent valables. Les faits qui se sont produits avant le 1<sup>er</sup> février 2017 et qui ne doivent être déclarés qu'en vertu de la présente ordonnance doivent être déclarés jusqu'au 31 juillet 2017.</u></p> <p><sup>2</sup> <u>Les faits survenus après le 1<sup>er</sup> février 2017 peuvent, dans un premier temps, être déclarés conformément à l'ancien droit jusqu'au 31 juillet 2017, à condition de contenir une mention correspondante. La déclaration selon le nouveau droit doit parvenir à l'instance pour la publicité des participations compétente jusqu'au 31 juillet 2017.</u></p>

Par E-Mail à: [claudia.graf@finma.ch](mailto:claudia.graf@finma.ch)

Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA  
Claudia Graf-Meier  
Laupenstrasse 27  
CH-3003 Bern

Zug, le 08 septembre 2016

**Prise de position concernant la révision partielle de l'ordonnance de la FINMA sur  
l'infrastructure des marchés financiers (OIMF – FINMA).**

Chère Madame,

Nous prenons position par rapport à votre communiqué du 22 août 2016 concernant l'adaptation de l'obligation de déclarer pour les détenteurs de droits de vote. C'est volontiers que nous profitons de l'opportunité qui nous est donnée jusqu'au 3 octobre 2016 et répondons de la manière suivante.

**I. Prise de position concernant la proposition d'adaptation**

Nous soutenons la proposition d'adaptation de l'obligation de déclarer pour les détenteurs de droits de vote afin que la personne décidant effectivement de l'exercice de ces droits soit soumise à la déclaration. En effet, la version actuelle de l'OIMF – FINMA, qui impute cette obligation aux personnes morales auxquelles les droits de vote sont délégués, pourrait s'avérer laborieux pour nos membres contrôlés par des personnes physiques qui n'exercent pas d'activité opérationnelle.

Nous vous transmettons, chère Madame, nos salutations cordiales.



Hannes Glaus, Dr. iur.  
Président



Pierre Fischer  
Membre

Per Mail zugestellt an: claudia.graf@finma.ch

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA  
Claudia Graf-Meier  
Laupenstrasse 27  
CH-3003 Bern

Basel, 5. Oktober 2016  
J.2. / ABA

**Anhörung zur Teilrevision FinfraV-FINMA – Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA „Meldepflicht“**

Sehr geehrte Frau Graf

Wir beziehen uns auf die am 22. August 2016 eröffnete Anhörung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht FINMA zur Anpassung der Meldepflicht für Stimmrechtsberechtigte (Teilrevision von Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA). Wir bedanken uns für die in diesem Zusammenhang gewährte Fristerstreckung und die Gelegenheit, Ihnen unsere Position und unsere Überlegungen darzulegen.

Sowohl der aktuelle Wortlaut im Gesetz als auch der Änderungsvorschlag, wie er in der Anhörung zur Meldepflicht vorliegt, ist in der Praxis grundsätzlich umsetzbar. Wir haben die vorgeschlagene Formulierung nur noch geringfügig ergänzt, um für die Bankengruppen, die als Konzern bzw. Holding organisiert sind, eine Alternative zu bieten.

Wir möchten deshalb anregen, Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA wie folgt zu ergänzen:

<sup>2</sup> *Werden die Stimmrechte nicht direkt oder indirekt durch die wirtschaftlich berechtigte Person ausgeübt, so ist nach Artikel 120 Absatz 3 FinfraG zudem meldepflichtig, wer zur Ausübung der Stimmrechte nach freiem Ermessen ermächtigt ist. **Im Konzernverhältnis wird die Meldung entweder vom zur Ausübung der Stimmrechte Ermächtigten oder von der Mutter- bzw. Holdinggesellschaft vorgenommen.***

Die vorgeschlagene Ergänzung soll dabei als „Kann“-Vorschrift verstanden werden, d.h. auch im Konzernverhältnis kann grundsätzlich der zur Ausübung der Stimmrechte Ermächtigte eine eigene Meldung vornehmen, er muss dies aber nicht tun, sofern die Meldepflicht durch die Mutter-bzw. die Holdinggesellschaft wahrgenommen wird.

Wir bedanken uns für die wohlwollende Prüfung unserer Kommentare und Anliegen.  
Für allfällige Rückfragen oder eine vertiefte Erörterung unserer Stellungnahme stehen wir  
Ihnen selbstverständlich jederzeit gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse  
Schweizerische Bankiervereinigung



Rolf Bruggemann



Andreas Barfuss

per e-mail an  
Eidgenössische Finanzmarktaufsicht  
FINMA  
Claudia Graf-Meier  
Laupenstrasse 27  
3003 Bern

Zürich, 3. Oktober 2016

**Teilrevision der Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA (FinfraV-FINMA)  
Stellungnahme des SVV**

Sehr geehrte Frau Graf-Meier  
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir danken Ihnen für die gewährte Anhörung zur am 22. August 2016 publizierten geplanten Anpassung der Meldepflicht für Stimmrechtsberechtigte in der FinfraV-FINMA.

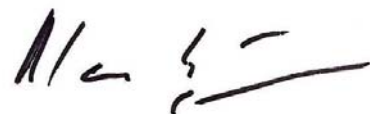
Der SVV unterstützt und begrüsst die Teilrevision in der vorliegenden Form. Sie erlaubt eine tragbare Umsetzung in der Praxis.

Freundliche Grüsse

Schweizerischer Versicherungsverband SVV



Lucius Dür  
Direktor



Alex Schönenberger  
Leiter Wirtschaft und  
Arbeitgeberfragen

**Vorab per Email an: [claudia.graf@finma.ch](mailto:claudia.graf@finma.ch)**

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA  
Frau Claudia Graf-Meier  
Laupenstrasse 27  
3003 Bern

SIX Exchange Regulation  
SIX Swiss Exchange AG  
Offenlegungsstelle  
Selnastrasse 30  
Postfach 1758  
CH-8021 Zürich

Matthias Berger

T: +41(0)58 399 2680

F: +41(0)58 499 2935

[offenlegung@six-group.com](mailto:offenlegung@six-group.com)

[www.six-exchange-regulation.com](http://www.six-exchange-regulation.com)

Zürich, 29. September 2016

## **Anhörung zur Teilrevision der FinfraV-FINMA**

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir bedanken uns für die Möglichkeit, im Rahmen der am 22. August 2016 eröffneten Anhörung zur vorgeschlagenen Teilrevision der FinfraV-FINMA Stellung nehmen zu können.

Die Offenlegungsstelle von SIX Swiss Exchange untersteht organisatorisch dem für den Geschäftsbereich Listing and Enforcement verantwortlichen Geschäftsleitungsmitglied von SIX Exchange Regulation. Für die Erfüllung ihrer gesetzlichen Aufgaben untersteht sie direkt der Aufsicht durch die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA.

### **1. Vorbemerkung**

Mit der Inkraftsetzung des FinfraG am 1. Januar 2016 wurde auch die Meldepflicht von Personen eingeführt, die Stimmrechte an Beteiligungspapieren nach freiem Ermessen ausüben können. Diese Meldepflicht wird in Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA konkretisiert. Nach dieser Bestimmung gilt bei juristischen Personen als zur Ausübung der Stimmrechte nach freiem Ermessen ermächtigt, wer die betreffende juristische Person direkt oder indirekt beherrscht.

Anscheinend haben seit dem 1. Januar 2016 Marktteilnehmer, die von der Regelung gemäss Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA betroffen sind, die FINMA auf Probleme bei der konkreten Umsetzung aufmerksam gemacht. Insbesondere sei auf den bedeutenden Aufwand für Finanzgruppen hingewiesen worden, die von natürlichen Personen kontrolliert werden, deren beherrschende Aktionäre jedoch keine operativen Tätigkeiten ausüben. Aus diesem Grund schlägt die FINMA eine Änderung von Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA vor. Nach der vorgeschlagenen Regelung wäre diejenige (natürliche oder juristische) Person nach Art. 120 Abs. 3 FinfraG meldepflichtig, welche tatsächlich über die Ausübung der Stimmrechte entscheidet.

Die Offenlegungsstelle hatte nach Inkrafttreten des FinfraG und der FinfraV-FINMA verschiedene Anfragen im Zusammenhang mit der konkreten Erfüllung von Art. 120 Abs. 3 FinfraG und Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA zu beantworten. In den meisten Fällen war zu beurteilen, ob eine bestimmte Konstellation oder Vereinbarung überhaupt zur Folge hat, dass neben der Meldepflicht der wirtschaftlich berechtigten Person eine Meldepflicht i.S.v. Art. 120 Abs. 3 FinfraG besteht. Die Beurteilung, welche Person gegebenenfalls konkret die Meldepflicht gemäss Art. 120 Abs. 3 FinfraG zu erfüllen hat, wenn Stimmrechte zur Ausübung nach freiem Ermessen an eine juristische Person delegiert wurden, erwies sich nach den Erfahrungen der Offenlegungsstelle in der Regel nicht als besonders komplex. Dies einerseits, weil sich die aktuelle Regelung in Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA nicht ausgesprochen kompliziert darstellt und ande-



rerseits, weil bei der Feststellung der gemäss Art. 120 Abs. 3 FinfraG meldepflichtigen Person dieselben Regeln anzuwenden sind, die sich in Anwendung von Art. 20 Abs. 1 BEHG bzw. Art. 120 Abs. 1 FinfraG zur Feststellung der wirtschaftlich berechtigten Person herausgebildet haben.

## 2. Zum konkreten Vorschlag

Einer Änderung von Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA steht die Offenlegungsstelle grundsätzlich neutral gegenüber. Die vorgeschlagene Regelung könnte jedoch zu Unklarheiten führen, welche natürliche oder juristische Person konkret der Offenlegungspflicht i.S.v. Art. 120 Abs. 3 FinfraG unterliegt. Im Erläuterungsbericht zur Teilrevision der FinfraV-FINMA vom 22. August 2016 ist ausgeführt, dass nach der vorgeschlagenen Regelung nicht automatisch diejenige Person meldepflichtig wird, auf welche die Delegation bzw. die Stimmrechtsübertragung formell lautet. Es sei vielmehr entscheidend, wer *tatsächlich* bestimme, wie die Stimmrechte ausgeübt werden. In einem Konzernverhältnis könne dies der Adressat der Stimmrechtsübertragung sein, oder auch ein diesem direkt oder indirekt übergeordneter Dritter (z.B. Konzernleitung), sofern die Stimmrechtsausübung auf Weisung dieser Drittperson erfolge.

In einer derartigen Konstellation fragt sich, wie intensiv eine direkt oder indirekt übergeordnete Drittperson auf die Adressatin der Stimmrechtsdelegation Einfluss nehmen muss, damit von einer *Weisung* bezüglich Stimmrechtsausübung auszugehen ist, die zur Folge hat, dass die übergeordnete Drittperson die Meldepflicht i.S.v. Art. 120 Abs. 3 FinfraG zu erfüllen hat. Wenn beispielsweise die übergeordnete Drittperson diejenige natürliche Person bestimmt, die bei der Adressatin der Stimmrechtsdelegation über die Ausübung der Stimmrechte entscheidet, fragt sich, ob dies bereits als *Weisung* der übergeordneten Drittperson zu betrachten ist, was zur Folge hätte, dass die übergeordnete Drittperson die Meldepflicht gemäss Art. 120 Abs. 3 FinfraG zu erfüllen hätte. In Konzernverhältnissen sind übergeordnete Drittpersonen in der Regel befugt, die Leitungsorgane der Tochtergesellschaften zu wählen. Diese Befugnis alleine dürfte *wahrscheinlich nicht als Weisung* zu interpretieren sein, die zur Folge hat, dass die übergeordnete Drittperson die Meldepflicht gemäss Art. 120 Abs. 3 FinfraG zu erfüllen hat.

Es ist in diesem Zusammenhang auch darauf hinzuweisen, dass sich die Intensität der Einflussnahme *kurzfristig* verändern kann. So ist beispielsweise denkbar, dass eine juristische Person innerhalb eines Konzerns Adressatin der Stimmrechtsdelegation ist und grundsätzlich keine Weisungen von übergeordneten Drittpersonen betreffend Stimmrechtsausübung existieren. Nach der vorgeschlagenen Regelung wäre in diesem Fall die Adressatin der Stimmrechtsdelegation meldepflichtig. Wenn hingegen eine übergeordnete Drittperson generell gültige Weisungen bezüglich Ausübung der Stimmrechte erteilt, hätte dies zur Folge, dass die übergeordnete Drittperson die Offenlegungspflicht gemäss Art. 120 Abs. 3 FinfraG zu erfüllen hätte. Falls keine generell gültigen Weisungen erteilt wurden, wie Stimmrechte auszuüben sind, eine übergeordnete Drittperson jedoch in konkreten Situationen Weisungen erteilt, fragt sich, ob die Adressatin der Stimmrechtsdelegation oder die übergeordnete Drittperson die Offenlegungspflicht nach Art. 120 Abs. 3 FinfraG zu erfüllen hat bzw. unter welchen Umständen die Änderung von Informationen eine Meldepflicht nach Art. 16 Abs. 2 FinfraV-FINMA auslöst.

Sofern die vorgeschlagene Regelung gemäss Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA in Kraft gesetzt wird, wäre es wünschenswert, wenn Kriterien definiert würden, nach denen beurteilt werden könnte, ob in einem Konzern eine übergeordnete Drittperson (bspw. Konzernobergesellschaft) tatsächlich über die Ausübung von Stimmrechten entscheidet, deren Ausübung von einer wirtschaftlich berechtigten Person ausserhalb des Konzerns an eine Gesellschaft innerhalb des Konzerns delegiert wurde.

Die Offenlegungsstelle möchte zudem insbesondere auf eine bestimmte Situation hinweisen, die nach *aktueller Regelung* eine Offenlegungspflicht auslöst, nach der vorgeschlagenen Bestimmung jedoch nicht mehr. Folgendes Beispiel soll der Illustration dienen:

Eine juristische Person (H) hält sämtliche Aktien an zwei Tochtergesellschaften (T1 und T2). H hält als wirtschaftlich Berechtigte direkt Aktien im Umfang von 2.5 Prozent der Stimmrechte an Emittent (E). Dritte delegieren die Ausübung von je 2.5 Prozent der Stimmrechte an E nach freiem Ermessen je an T1 und

an T2. Über die Ausübung der an sie delegierten Stimmrechte entscheiden die Tochtergesellschaften T1 und T2 tatsächlich selber und H erteilt keine diesbezüglichen Weisungen.

Gemäss *aktueller Regelung* muss H sämtliche Beteiligungen (inklusive Stimmrechte i.S.v. Art. 120 Abs. 3 FinfraG) von T1 und T2 kumuliert mit den von ihr direkt gehaltenen Aktien offenlegen; entsprechend 7.5 Prozent der Stimmrechte.

Nach *vorgeschlagener Regelung* müssten in diesem Beispiel sowohl H als auch T1 und T2 separat voneinander ihre Beteiligungen melden und die Beteiligungen (inklusive Stimmrechte nach Art. 120 Abs. 3 FinfraG) würden nicht kumuliert offengelegt. Im vorliegenden Beispiel, in dem sowohl H als auch T1 und T2 je eine Beteiligung von weniger als 3 Prozent der Stimmrechte halten, würde damit für keine der drei Gesellschaften eine Offenlegungspflicht entstehen.

Die vorgeschlagene Regelung, welche für Stimmrechte nach Art. 120 Abs. 3 FinfraG ein anderes Regime zur Offenlegung vorsieht als für Aktien und Beteiligungsderivate, könnte schliesslich auch zur Folge haben, dass eine juristische Person Stimmrechte, die sie nach freiem Ermessen ausüben kann und Aktien und Beteiligungsderivate, die sie (direkt oder indirekt) hält, je separat offenzulegen hätte. Eine Modifikation des obigen Beispiels soll dies illustrieren: Wiederum hält die juristische Person H sämtliche Aktien an Tochtergesellschaft T1. Die Tochtergesellschaft T1 hält direkt Aktien im Umfang von 6 Prozent der Stimmrechte an Emittent E während Dritte die Ausübung von 4 Prozent der Stimmrechte an E zur Ausübung nach freiem Ermessen an T1 delegieren. In diesem Beispiel entscheidet ebenfalls T1 tatsächlich selber über die Ausübung der an sie delegierten Stimmrechte.

Nach *aktueller Regelung* muss H offenlegen, dass sie indirekt über T1 Aktien im Umfang von 6 Prozent der Stimmrechte an E hält und zusätzlich 4 Prozent der Stimmrechte an E nach freiem Ermessen ausüben kann, was Erwerbspositionen von insgesamt 10 Prozent entspricht.

Nach *vorgeschlagener Regelung* müsste H melden, sie halte indirekt über T1 eine Beteiligung von Aktien an E im Umfang von 6 Prozent der Stimmrechte. Zusätzlich müsste T1 separat davon melden, sie könne 4 Prozent der Stimmrechte an E nach freiem Ermessen ausüben. In einer derartigen Konstellation scheint die vorgeschlagene Regelung gegenüber der geltenden Regelung etwas komplizierter. Würden die Beteiligungen (inklusive Stimmrechte nach Art. 120 Abs. 3 FinfraG) jeweils weniger als 3 Prozent der Stimmrechte betragen, kumuliert jedoch 3 Prozent übersteigen, würde in dieser Konstellation nach der vorgeschlagenen Regelung keine Offenlegungspflicht mehr entstehen.

Wir danken Ihnen bestens für die Berücksichtigung unserer Ausführungen. Für die weitere Erläuterung oder Besprechung stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen  
SIX Swiss Exchange AG



Rodolfo Straub  
Head SIX Exchange Regulation



Matthias Berger  
Stv. Leiter Offenlegungsstelle



Versand per E-Mail an: [claudia.graf@finma.ch](mailto:claudia.graf@finma.ch)

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA  
Frau Claudia Graf-Meier  
Laupenstrasse 27  
3003 Bern  
[claudia.graf@finma.ch](mailto:claudia.graf@finma.ch)



Basel, 17. Oktober 2016 / DCA

## **Teilrevision der Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA (FinfraV-FINMA) – SFAMA Stellungnahme**

Sehr geehrte Damen und Herren

Am 22. August 2016 wurde die Vernehmlassung zur Teilrevision der Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA (FinfraV-FINMA) eröffnet.

Wir danken Ihnen für die Gelegenheit zur Stellungnahme.

Die Swiss Funds & Asset Management Association SFAMA ist die repräsentative Branchenorganisation der Schweizer Fonds- und Asset Management-Wirtschaft. Ihr Mitgliederkreis umfasst alle wichtigen schweizerischen Fondsleitungen und Asset Manager sowie Vertreter ausländischer kollektiver Kapitalanlagen. Zudem gehören ihr zahlreiche weitere Dienstleister an, welche im Asset Management tätig sind. Die SFAMA ist aktives Mitglied der europäischen Investmentvereinigung European Fund and Asset Management Association (EFAMA) in Brüssel und der weltweit tätigen International Investment Funds Association (IIFA) in Montreal.

\*\*\*

**Die SFAMA begrüsst den neuen Vorschlag zu Artikel 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA. Jedoch ist die SFAMA der Auffassung, dass gewisse Änderungen am Revisionsvorschlag angebracht werden sollten. Nachfolgend finden Sie i) die Gründen weshalb die SFAMA mit dem neuen Vorschlag zu Artikel 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA einverstanden ist, sowie ii) unsere zwei Anpassungsvorschläge (siehe präziser Wortlaut für die Anpassungsvorschläge im Anhang).**

### i) Artikel 10 Absatz 2 FinfraV-FINMA

Mit dem Finanzmarktinfrastukturgesetz (FinfraG), welches am 1. Januar 2016 in Kraft getreten ist, wurden Offenlegungspflichten für Anleger (typischerweise Vermögensverwalter), welche für Dritte (typischerweise Vermögensverwaltungskunden) Beteiligungen in börsenkotierten Gesellschaften halten und die damit verbundenen Stimmrechte nach freiem Ermessen ausüben können, eingeführt (Art. 120 Abs. 3 FinfraG).

In Ihrer vorherigen Anhörung zur FinfraV-FINMA im Sommer 2015 haben Sie vorgesehen, dass die Pflicht, für Dritte gehaltene Beteiligungen offenzulegen, diejenige Person, welche nach freiem Ermessen über die Ausübung der Stimmrechte entscheidet, betrifft.

In dieser Anhörung wurde von Seiten gewisser Marktteilnehmer allerdings der Einwand laut, dass in Fällen, wo ein Vermögensverwalter Teil eines Konzerns ist, Beteiligungen auf der Ebene der den Vermögensverwalter beherrschenden Muttergesellschaft und nicht auf der Ebene des einzelnen Vermögensverwalters, offengelegt werden sollten.

Die FINMA ist jedoch noch über dieses Anliegen hinausgegangen. Die in Kraft gesetzte Regelung sieht heute vor, dass die Pflicht zur Offenlegung von für Kunden gehaltene Beteiligungen nicht nur die Muttergesellschaft des Konzerns trifft, sondern jede Person, welche die Muttergesellschaft direkt oder indirekt beherrscht.

#### Die SFAMA begrüsst den neuen Vorschlag aus folgenden Gründen:

- **Die gegenwärtige Regelung hat keine ausreichende gesetzliche Grundlage.** Sie widerspricht dem klaren Wortlaut der Satzung, die das Schweizer Parlament 2015 verabschiedet hat. Artikel 120 Abs. 3 FinfraG sieht bezüglich für Dritte gehaltener Positionen weiterhin vor, dass „meldepflichtig ist [...], wer die Stimmrechte an [den jeweiligen Positionen] nach freiem Ermessen ausüben kann“. Die neu vorgeschlagene Änderung von Artikel 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA ist zu begrüssen, da sie eine Regelung schafft, welche die vom Schweizer Parlament verabschiedete gesetzliche Regelung konsequent umsetzt.
- **Zudem stellt die aktuelle Regelung Privatbanken, Staatsbanken oder andere Banken mit beschränktem Aktionärskreis sowie Vermögensverwalter häufig vor unlösbare Schwierigkeiten,** da von Aktionären ohne Verbindung zu den operativen Aktivitäten dieser Banken oder Vermögensverwalter die Offenlegung von Kundenpositionen verlangt wird, die sie nicht kontrollieren und von denen sie keine Kenntnis haben. Die SFAMA hatte die FINMA und die SIX bereits im letzten Jahr auf diese Problematik hingewiesen.
- **Darüber hinaus liefert eine Offenlegung durch Mehrheitsaktionäre den Marktteilnehmern nur wenige nützliche Informationen.** Solche Offenlegungen können zudem irreführend sein, da die offengelegten Positionen letztendlich von anderen Personen verwaltet – und die entsprechenden Stimmrechte ausgeübt – werden, als denjenigen, die in den diesbezüglichen Offenlegungen angegeben sind.

## ii) SFAMA Anpassungsvorschläge

### a. Inhalt der Meldungen (Art. 22 FinfraV-FINMA)

Der Vorschlag von Art. 10 FinfraV-FINMA sieht die Möglichkeit vor, dass in einer Finanzgruppe die auf eigene Rechnung und auf Rechnung Dritter gehaltenen Positionen von verschiedenen Instanzen gemeldet werden müssen. Die Eigenhandelspositionen einer Bank müssen von der Person gemeldet werden, welche die Bank kontrolliert, während hingegen die von Bankkunden gehaltenen Positionen, bezüglich derer die Bank zur Ausübung der Stimmrechte nach freiem Ermessen ermächtigt ist, von der Bank selbst gemeldet werden müssen. Es stellt sich somit die Frage, wie diese zwei Meldungstypen (d.h. die Meldung des Mehrheitsaktionärs und die Meldung der kontrollierten Bank) in Zukunft aufeinander abgestimmt werden müssen.

Mangels spezifischer Bestimmungen muss der Mehrheitsaktionär, der angibt, dass er die Meldeschwelle erreicht oder überschritten hat, als wirtschaftlich Berechtigter alle *direkt oder indirekt* von ihm gehaltenen Positionen melden (Art. 120 Abs. 1 FinfraG). Gemäss den Meldeformularen, welche den Anlegern von SIX Swiss Exchange und BX Bern Exchange derzeit zur Verfügung gestellt werden, sollte der wirtschaftlich Berechtigte bei seiner Meldung die Stimmrechte erwähnen, zu deren Ausübung die von ihm direkt oder indirekt kontrollierten Instanzen nach freiem Ermessen ermächtigt sind (gemäss Art. 120 Abs. 3 FinfraG). Eine solche Regelung würde nun aber dem Prinzip widersprechen, gemäss welchem die von Art. 120 Abs. 3 FinfraG vorgesehenen Meldungen von jener Instanz zu erstatten sind, welche ermächtigt ist, die Stimmrechte nach freiem Ermessen auszuüben, und nicht von der Person, welche dieses Unternehmen kontrolliert. Dieser Punkt bedarf eines neuen Absatzes in Artikel 22 FinfraV-FINMA.

### b. Zu den Übergangsbestimmungen

Die FINMA schlägt vor, dass «*die Meldung und die Veröffentlichung nach bisherigem Recht*» bis zum Ablauf der dreimonatigen Übergangsfrist bis zum 30. April 2017 erfolgen können. Diese Regelung regelt nicht das Problem der bestehenden Meldungen. Sie präzisiert zudem nicht, ob diese gültig bleiben oder ob in der Übergangszeit neue Meldungen erstattet werden müssen, selbst wenn keine Schwelle überschritten wird. Die Übergangsregelung sollte daher Folgendes klarstellen:

- Wenn keine Umstände für eine Meldepflicht nach Inkrafttreten der neuen Regeln vorliegen, behalten Offenlegungsmeldungen, die nach bisherigem Recht erstattet wurden, ihre Gültigkeit.
- Sachverhalte, die vor Inkrafttreten der neuen Regelung eingetreten sind und erst aufgrund der neuen Regelung zu melden sind (z. B. Überschreiten der Meldeschwelle auf Ebene eines kontrollierten Vermögensverwalters), müssen bis zum Ende der Übergangsfrist gemeldet werden.
- Sachverhalte, die nach Inkrafttreten der neuen Regelung eingetreten sind, können mit entsprechendem Hinweis bei der Meldung und Veröffentlichung zunächst nach bisherigem Recht gemeldet werden. Die Meldung nach neuem Recht hat vor Ende der Übergangsfrist bei der zuständigen Offenlegungsstelle und der Gesellschaft einzugehen.

Ausserdem haben die jüngsten Erfahrungen gezeigt, dass eine dreimonatige Übergangsfrist zu kurz ist, um einen einfachen und problemlosen Übergang zu gewährleisten, welcher eine vorherige Beschlussfassung seitens der Offenlegungsstellen der betroffenen Börsen einschliessen kann. Eine längere Frist (6 Monate) scheint uns deutlich angemessener.

\*\*\*

Schliesslich verweisen wir auf unsere Stellungnahme vom 5. Oktober 2015 zum Entwurf der Finanzmarktinfrastrukturverordnung (FinfraV) und FinfraV-FINMA

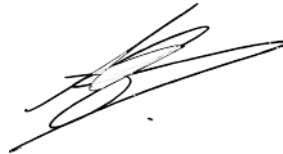
Wir danken Ihnen für die Berücksichtigung unserer Anliegen und stehen Ihnen für zusätzliche Erläuterungen und Diskussionen gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

**Swiss Funds & Asset Management Association SFAMA**



Markus Fuchs  
Geschäftsführer



Delphine Calonne  
Senior Legal Counsel

**Anhang: Wortlaut für die SFAMA Anpassungsvorschläge**

**ANHANG****Wortlaut für die SFAMA Anpassungsvorschläge**

<b>Aktueller Text</b>	<b>Vorgeschlagene Änderung</b>
<p><b>Art. 22</b> (Art. 123 Abs. 1 FinfraG)</p> <p><sup>1</sup> Die Meldung enthält folgende Angaben:</p>	<p><b>Art. 22</b> (Art. 123 Abs. 1 FinfraG)</p> <p><sup>1</sup> Die Meldung enthält folgende Angaben:</p> <p>[...] <sup>1bis</sup> <b><u>Die Meldung des wirtschaftlich Berechtigten kann auf die Stimmrechte verzichten, zu deren Ausübung eine juristische Person, die er direkt oder indirekt kontrolliert, nach freiem Ermessen gemäss Art. 120, Abs. 3 FinfraG und 10, Abs. 2 der vorliegenden Verordnung ermächtigt ist.</u></b></p> <p>[weiterer Text unverändert]</p>
<p><b>Art. 50a</b> Übergangsbestimmung zur Änderung vom ...</p> <p>Bis zum 30. April 2017 können die Meldung und die Veröffentlichung nach bisherigem Recht erfolgen.</p>	<p><b>Art. 50a</b> Übergangsbestimmung zur Änderung vom ...</p> <p><sup>1</sup> <b><u>Offenlegungsmeldungen, die nach bisherigem Recht erstattet wurden, behalten ihre Gültigkeit. Sachverhalte, die vor dem 1. Februar 2017 eingetreten sind und erst aufgrund der vorliegenden Verordnung zu melden sind, müssen bis zum 31. Juli 2017 gemeldet werden.</u></b></p> <p><sup>2</sup> <b><u>Sachverhalte, die nach dem 1. Februar 2017 eingetreten sind, können mit entsprechendem Hinweis bei der Meldung und Veröffentlichung bis zum 31. Juli 2017 zunächst nach bisherigem Recht gemeldet werden. Die Meldung nach neuem Recht hat bis zum 31. Juli 2017 bei der zuständigen Offenlegungsstelle und der Gesellschaft einzugehen.</u></b></p>

3.10.2016

## **Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA**

Claudia Graf-Meier  
Laupenstrasse 27  
3003 Bern

ausschliesslich per Email an: [claudia.graf@finma.ch](mailto:claudia.graf@finma.ch)

## **Anhörung Teilrevision der Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA (FinfraV- FINMA) - Eingabe SwissHoldings**

Sehr geehrte Frau Graf-Meier  
Sehr geehrte Damen und Herren

Sie haben am 22. August 2016 die interessierten Kreise eingeladen, zu einer *Teilrevision der Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA (FinfraV-FINMA, Neue Verordnungsbestimmungen)* Stellung zu nehmen.

### **1. Einleitung**

SwissHoldings, der Verband der Industrie- und Dienstleistungskonzerne in der Schweiz, umfasst derzeit 61 Mitgliedfirmen, die mehrheitlich an der SIX Swiss Exchange kotiert sind. Die börsenkotierten Mitglieder unserer Vereinigung machen dabei rund 70 Prozent der gesamten Börsenkapitalisierung der Publikumsgesellschaften aus. Unsere Mitglieder haben deshalb ein grosses Interesse daran, wie die FINMA ihre Bestimmungen zur Übernahmeregulierung gestaltet.

Gerne nehmen wir zum Revisionsvorhaben wie folgt Stellung:

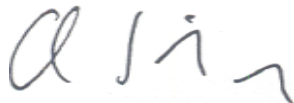
## 2. Haltung von SwissHoldings

Unsere Unternehmen stehen Effizienzverbesserungen am Schweizer Kapitalmarkt grundsätzlich positiv gegenüber. Gegen Vereinfachungen aufgrund von Erfahrungen in der Praxis ist daher nichts einzuwenden, wenn dadurch das Niveau der Offenlegung nicht kompromittiert wird. Dabei ist wichtig, dass weiterhin - auch bei abgestimmtem Verhalten - offenzulegen ist, wer ausübbar oder nicht ausübbar Stimmrechte an Publikumsgesellschaften hält. Dies soll auch dann gelten, wenn Stimmrechte zur Ausübung nach freiem Ermessen abgetreten werden.

Wir danken Ihnen für die Möglichkeit zur Stellungnahme und für die Kenntnisnahme unserer Position. Für allfällige Erläuterungen zu unseren Ausführungen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen

**SwissHoldings**  
Geschäftsstelle



Christian Stiefel  
Vorsitzender der Geschäftsleitung



Jacques Beglinger  
Mitglied der Geschäftsleitung



**cc** SH-Vorstand



Eidgenössische Finanzmarktaufsicht  
FINMA  
Frau Claudia Graf-Meier  
Laupenstrasse 27  
CH-3003 Bern

zugestellt per Mail an:  
[claudia.graf@finma.ch](mailto:claudia.graf@finma.ch)

Zürich, den 30. September 2016

FINMA		
ORG	05. OKT. 2016	SB
		
Bemerkung: 		

**UBS Stellungnahme zur Teilrevision der Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA (FinfraV-FINMA)**

Sehr geehrte Frau Graf-Meier

Wir beziehen uns auf die vorgeschlagene Änderung von Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA und nehmen dazu gerne wie folgt Stellung:

Grundsätzlich sind wir mit der Lösung im bestehenden Recht zufrieden und würden keine Änderung anstreben. Wir haben aber Verständnis für die Anliegen der Privatbanken und anderer Banken, bei welchen Teilhaber oder Aktionäre ohne Verbindung zu den operativen Aktivitäten dieser Banken oder Vermögensverwalter die Offenlegung von Kundenpositionen verlangt wird, die sie jedoch nicht kontrollieren und von denen sie keine Kenntnis haben. Insoweit erscheint uns die heutige Regelung über das eigentliche gesetzgeberische Ziel hinaus zu schießen. Wir ersuchen daher die FINMA, eine vermittelnde Lösung vorzusehen, die sowohl die Anliegen von Instituten mit einer weltweiten und vernetzten Präsenz wie die UBS als auch von Instituten mit geringerer organisatorischer/struktureller Komplexität abdecken würde.

Unserer Ansicht nach wird durch den neuen Vorschlag eine gewisse Rechtsunsicherheit geschaffen, die geklärt werden sollte. Dies entweder durch einen Zusatz, der die Meldepflichten im Konzernverhältnis klarstellt oder durch eine verbindliche, schriftliche Erklärung der FINMA im finalisierten Erläuterungsbericht.

Mit der Ergänzung von Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA um den dritten Satz („Als zur Ausübung der Stimmrechte nach freiem Ermessen ermächtigt gilt bei juristischen Personen, wer diese direkt oder indirekt beherrscht“) wurde ein einheitliches Konzept für die Meldepflicht des wirtschaftlich Berechtigten und des zur freien Stimmrechtsausübung ermächtigten Dritten erreicht. Es wurde klargelegt, dass die Meldepflicht auch weiterhin das „letzte Glied in der Kette“ treffen sollte und die Stimmrechte, für die ein wirtschaftlich Nichtberechtigter zur Ausübung ermächtigt ist, demjenigen zuzurechnen sind, der den zur Ausübung der Stimmrechte Berechtigten ultimativ kontrolliert. Dies entspricht auch der während Jahren von den Marktteilnehmern gelebten und bewährten Praxis.



Wird nun darauf abgestellt, wer *tatsächlich* bestimmt, wie die Stimmrechte ausgeübt werden, ergeben sich unseres Erachtens Unklarheiten bei der Umsetzung, was sich anhand eines Beispiels wie folgt illustrieren lässt:

UBS Securities LLC, eine Tochtergesellschaft der UBS Group AG, hält 3% der Anteile an der XY AG. UBS AM (UK) Ltd, ebenfalls eine Tochtergesellschaft der UBS Group AG, wurde durch einen Kunden ermächtigt, 5% der Stimmrechte an der XY AG nach freiem Ermessen auszuüben. Nach geltendem Recht erfolgt eine Meldung von 8% auf Konzernebene, 3% nach Art. 120 Abs. 1 FinfraG i.V.m. Art. 10 Abs. 1 FinfraV-FINMA als wirtschaftlich Berechtigte und 5% nach Art. 120 Abs. 3 FinfraG i.V.m. Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA als zur freien Stimmrechtsausübung Ermächtigte (im Meldeformular wird UBS Group AG als indirekte Halterin und UBS Securities sowie UBS AM (UK) Ltd werden als direkte Halter gemeldet).

In der Fassung gemäss vorgeschlagener Änderung zu Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA fragt sich, ob nun die UBS AM (UK) Ltd als zur Stimmrechtsausübung Ermächtigte einer eigenen Meldepflicht nach Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA unterliegt (eigene Meldung von 5% Beteiligung durch UBS AM (UK) Ltd sowie eigene Meldung von 3% durch UBS Group AG als wirtschaftliche Berechtigte) oder, ob weiterhin die UBS Group AG für die Gesamtposition meldepflichtig ist. Gemäss bestehendem Meldeformular sollte der wirtschaftlich Berechtigte bei seiner Meldung weiterhin die Stimmrechte erwähnen, zu deren Ausübung die von ihm direkt oder indirekt kontrollierten Instanzen nach freiem Ermessen ermächtigt sind. Dies spricht für eine Meldung der Gesamtposition auf Konzernebene, scheint aber nicht im Einklang mit der beabsichtigten Veränderung. Diese Unklarheit, wie ein solcher Fall künftig zu handhaben ist, wurde auch von der SIX Offenlegungsstelle erkannt.

Die FINMA will eine für die Industrie verträgliche Lösung finden. Das ist weder mit der geltenden Regelung (Privatbankiers) noch dem neu vorgeschlagenen, "alten" bzw. dem Entwurf der FinfraV 2015 enthaltenen Vorschlag erreicht. Bei einem Wechsel zurück müsste deshalb zwingend eine vermittelnde Formulierung erfolgen, welche auch eine akzeptable Lösungsvariante für Konzernverhältnisse vorsieht.

Art. 10 Abs. 2 sollte deshalb wie folgt ergänzt werden:

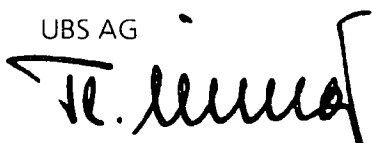
"<sup>2</sup>Werden die Stimmrechte nicht direkt oder indirekt durch die wirtschaftlich berechtigte Person ausgeübt, so ist nach Artikel 120 Absatz 3 FinfraG zudem meldepflichtig, wer zur Ausübung der Stimmrechte nach freiem Ermessen ermächtigt ist. Im Konzernverhältnis muss der zur Ausübung der Stimmrechte Ermächtigte keine eigene Meldung vornehmen, wenn diese durch die Mutter- bzw. Holdinggesellschaft erfolgt."

*Alternativ* käme als Minimum in Frage, dass anstelle der Anpassung in der Verordnung in Bezug auf Konzernverhältnisse die bestehende Unklarheit durch eine klare und verbindliche Erläuterung seitens der FINMA beseitigt wird, in dem klaggestellt wird, dass weiterhin eine Meldung der Gesamtposition auf Konzernstufe ohne eigene, separate Meldung durch den zum Stimmrecht Ermächtigten erfolgen kann.

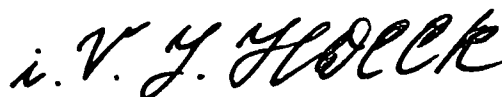
Wir danken Ihnen für die Berücksichtigung unserer Anliegen.

Mit freundlichen Grüssen

UBS AG



Dr. Thomas Bischof  
Head Legislative & Regulatory Initiatives



Jürg Schär  
Legislative & Regulatory Initiatives

**Per E-Mail: [claudia.graf@finma.ch](mailto:claudia.graf@finma.ch)**

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA  
Claudia Graf-Meier  
Laupenstrasse 27  
CH-3003 Bern

Zürich, 3. Oktober 2016

**Teilrevision der Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA (FinfraV-FINMA) /  
Stellungnahme**

Sehr geehrte Frau Graf-Meier

Mit Medienmitteilung vom 22. August 2016 hat die FINMA Interessenten eingeladen, zum Entwurf der teilrevidierten Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel (Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA, FinfraV-FINMA) Stellung zu nehmen.

Gerne erlauben wir uns, Ihnen hiermit unsere Stellungnahme zur vorgesehenen Revision einzureichen. Für Ihre wohlwollende Entgegennahme bedanken wir uns im Voraus. Die vorliegende Stellungnahme ist das Gesamtwerk verschiedener Rechtsanwälte, welche bei Walder Wyss AG auf dem Gebiet des Börsen- und Finanzmarktrechts praktizieren und erfolgt unabhängig von bestehenden Mandatsverhältnissen.

Bei Rückfragen stehen wir sehr gerne zur Verfügung.

Mit vorzüglicher Hochachtung



Walder Wyss AG  
(Alexander Nikitine, Sarah Schulthess, Anna Baldenbach von Bröchen)

---

**Ad Art. 10 Abs. 2 FinfraV-FINMA**

Mit dem aktuellen Revisionsvorhaben schlägt die FINMA ein Zurückkommen auf ihren bereits im die ursprüngliche Anhörung begleitenden Erläuterungsbericht vom 20. August 2015 zur FinfraV-FINMA unterbreiteten Vorschlag vor. Danach sollte meldepflichtig sein, wer über die Ausübung der Stimmrechte *tatsächlich* entscheidet. Konkret sollte der im Gesetzestext verwendete Wortlaut des „freien Ermessens“ bedeuten, dass erstens keine Weisungen des Aktionärs vorliegen dürfen und zweitens der Dritte selbst entscheiden können sollte, wie er die Stimmrechte ausüben will.

Die FINMA hatte damals den Standpunkt vertreten, dass anders als beim wirtschaftlich Berechtigten die Meldepflicht nicht automatisch das "letzte Glied in der Kette" treffen sollte (vgl. Erläuterungsbericht vom 20. August 2015, S. 25), sondern jene Person, die *tatsächlich* über die Ausübung der Stimmrechte frei entscheidet. Das vorgeschlagene Konzept war in der Anhörung indes auf breite Kritik gestossen. So hatten die Anhörungseingaben mehrheitlich ein einheitliches Konzept und damit eine Offenlegung des „letzten Glieds in der Kette“ gefordert. Die in der Folge verabschiedete und aktuell geltende Regelung in Art. 10 Abs. 2 dritter Satz FinfraV-FINMA trug diesem Anliegen Rechnung: Bei juristischen Personen gilt gemäss des derzeit geltenden Wortlauts als zur Ausübung der Stimmrechte nach freiem Ermessen ermächtigt, wer diese direkt oder indirekt beherrscht.

Für die Beurteilung des aktuellen Revisionsvorhabens ist nach unserem Dafürhalten letztlich entscheidend, an welcher Information die Marktteilnehmer tatsächlich ein Interesse haben dürften.

Zu denken ist etwa an die Konstellation, in der ein Aktionär diverse, für sich betrachtet jeweils unter dem eine Meldepflicht auslösenden Schwellenwert liegende Prozentzahl an Stimmrechten auf verschiedene, letztlich aber durch das gleiche "letzte Glied in der Kette" kontrollierte Tochtergesellschaften verteilt. Unter der aktuellen Regelung muss das "letzte Glied in der Kette" eine Meldung vornehmen, wenn der Schwellenwert durch die Summe der auf die Tochtergesellschaften verteilten Stimmrechte überschritten wird. Unter der Regelung gemäss dem Revisionsvorhaben soll melden, wer über die Ausübung der Stimmrechte *tatsächlich* entscheidet – wer aber ist das? Das könnte durchaus auch eine Person sein, welche keine Kontrolle über die Tochtergesellschaften hat.

Da die Anforderungen an die Intensität der Einflussnahme nicht klar geregelt sind, kann der Standpunkt vertreten werden, die Entscheidungsmacht liege jeweils bei jeder Tochtergesellschaft individuell, sodass überhaupt keine Meldung erfolgen muss – dies obwohl das "letzte Glied in der Kette" (theoretisch oder praktisch) eine über einem Schwellenwert

liegende Prozentzahl der Stimmrechte kontrollieren kann und diese Information den Markt u.U. sehr wohl interessieren dürfte.

Im Endeffekt kann bei einer bevollmächtigten juristischen Person u.E. nicht ausgeschlossen werden, dass nicht *allein diese* über die Ausübung des Stimmrechts entscheidet, sondern die juristische Person ihrerseits etwaigen Weisungen desjenigen folgt, der sie direkt oder indirekt beherrscht – sei dies im Sinne eines Einzelfalls bei der Abstimmung über ein besonderes interessierendes Traktandum oder gar systematisch aufgrund rein faktischer Realitäten.

Kurz: Bei der Beurteilung, wer das Ermessen *tatsächlich* ausübt, kommen schwierige Abgrenzungsfragen im Hinblick auf die Anforderungen an die Intensität der möglichen Einflussnahme bzw. des freien Ermessens zu Tage. Hinzu kommt, dass es sich um einen Tatbestand handelt, der von der Offenlegungsstelle praktisch nicht überprüfbar ist. Diese muss sich einzig und allein auf die Aussage desjenigen verlassen, der die Meldung tätigt.

Die erwünschte Transparenz ist bei der Konstellation juristische Person streng genommen nur dann gewährleistet wenn i) die zur Ausübung der Stimmrechte nach freiem Ermessen Ermächtigte (im Sinne der formell bevollmächtigten juristischen Person) und ii) der sie direkt oder indirekt Beherrschende (d.h. das "letzte Glied in der Kette") gemeldet werden. Insbesondere etwaige Unsicherheiten in Bezug auf die Intensität der möglichen Einflussnahme werden so vermieden.

Obwohl im Sinne der möglichst vollständigen Transparenz grundsätzlich eine Meldung beider Personen (i und ii) wünschenswert wäre, möchten wir uns aus Praktikabilitätsgründen, im Interesse an einem einfach handhabbaren System und nicht zuletzt auch in Anbetracht der erwähnten Verifizierungsschwierigkeiten (Anforderungen an die Intensität der möglichen Einflussnahme bzw. des freien Ermessens) für eine Beibehaltung der aktuell geltenden Regelung aussprechen, sprich für die Offenlegung des "letzten Gliedes in der Kette".