

Revision BEHV-EBK / April 2007

Geltende Verordnung	Revisionsvorschläge	Kommentare April 2007
<p>Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommis-sion über die Börsen und den Effekten-handel (Börsenverordnung-EBK; BEHV-EBK) vom 25. Juni 1997 (Stand am 20. Dezember 2005)</p> <p><i>Die Eidgenössische Bankenkommis-sion (Banken-kommis-sion),</i> gestützt auf die Artikel 15 Absatz 3, 19 Absatz 3, 20 Absatz 5 sowie 32 Absätze 2 und 6 des Börsengesetzes vom 24. März 1995 (BEHG; im folgenden Gesetz genannt), <i>verordnet:</i></p>		
<p>3. Kapitel: Offenlegung von Beteiligungen</p>		
<p>1. Abschnitt: Meldepflicht</p>		
<p>Art. 13 Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungs-rechte</p>		
<p>1 Der Meldepflicht unterstehen:</p>		
<p>a. der Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen), soweit diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen;</p>	<p>a. der Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen) <u>sowie von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen)</u></p>	<p>Gemäss erklärtem Willen des Nationalrates (Beschluss vom 7. März 2007) folgt aus den beschlosse-nen Änderungen in Art. 20 BEHG (neben der Änderung der Schwellenwerte, die im vorliegenden Zusammenhang nicht zur Debatte stehen):</p>
<p>b. das Einräumen (Schreiben) von Veräusserungs-rechten (insbesondere Put-Optionen), soweit diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen.</p>	<p>b. <u>das Einräumen (Schreiben) von Wandel- und Er-werbsrechten (insbesondere Call-Optionen)</u> sowie von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen)</p>	<ul style="list-style-type: none"> Für die Berechnung der Schwellenwerte sind gemäss Änderung von Art. 20 Abs. 1 BEHG Aktien und Optionen zu addieren. Zwingende Konsequenz für eine Revision von Art. 13: Streichung von Abs. 3
<p>2 Einer erneuten Meldepflicht unterstehen zudem die bereits nach Absatz 1 gemeldeten Rechte, sofern im Falle ihrer Ausübung oder Nicht-Ausübung ein Grenzwert erreicht, über- oder unterschritten wird</p>		<ul style="list-style-type: none"> Erwerbs und Veräusserungsrechte bezüglich Aktien sind generell der Meldepflicht zu unterstel-len, also inkl. Erwerb und Veräusserung von Veräusserungsrechten. Konsequenz für eine Revisi-on von Art. 13: Streichung von Abs. 4 Bst. b sowie Ergänzung von Abs. 1 Bst. a.
<p>3 Der Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten bzw. das Einräumen (Schrei-ben) von Veräusserungsrechten auf weniger als 5 Prozent der Stimmrechte ist unabhängig vom Um-fang der bestehenden Beteiligung von der Melde-pflicht befreit. Die Meldepflicht besteht hingegen, wenn bei der Ausübung ein Grenzwert erreicht oder überschritten wird.</p>	<p>streichen</p>	<p>Nach Auffassung der EBK kann die auf Verordnungsstufe einzuführende Meldepflicht für den Er-werb/die Veräusserung von Veräusserungsrechten auch ohne eine vorgängige Revision von Art. 20 BEHG sofort vorgenommen werden. Zwar könnte aufgrund des Wortlautes von Art. 20 BEHG ge-schlossen werden, der Gesetzgeber habe bewusst darauf verzichtet, Erwerbs- und Veräusserungstatbe-stände von Veräusserungsrechten von der Meldepflicht auszunehmen. Es macht indes keinen Sinn, Transaktionen hinsichtlich bedingter Verkaufstatbestände von der Meldepflicht auszunehmen, wäh-rend demgegenüber Verkäufe von Beteiligungspapieren der Meldepflicht unterstehen. Es ist daher davon auszugehen, dass die Statuierung der Meldepflicht für Erwerbe/Veräusserungen von Veräüsse-rungsrechten nicht im Widerspruch zum geltenden Art. 20 BEHG steht.</p>

Geltende Verordnung	Revisionsvorschläge	Kommentare April 2007
		<p>In diesem Zusammenhang sei auf die Vernehmlassung vom 20. März 1996 zu den Ausführungsbestimmungen vom Börsengesetz hingewiesen, wo dieser Art. 13 (damals Art. 12) in zwei Varianten vorgelegt wurde. Die damalige Begründung zur Variante 2 unterstützt die nun beantragte Revision:</p> <p>„Variante:</p> <p>Art. 12 Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte</p> <p>1 Die Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte unterliegen grundsätzlich der Meldepflicht, namentlich:</p> <p>a. der Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen) sowie von Veräusserungsrechten, soweit diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen;</p> <p>b. das Einräumen (Schreiben) von Wandel- und Erwerbsrechten sowie von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen), soweit diese eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen.</p> <p>38 Mit der zweiten Variante werden die Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte grundsätzlich der Meldepflicht unterstellt (Abs. 1). Die vollständige Befreiung der in Abs. 4 der ersten Variante erwähnten Geschäfte entfällt. Damit wird Art. 20 Abs. 2 BEHG extensiver ausgelegt; die Meldepflicht für Aktienveräusserungen bzw. das Erreichen oder Unterschreiten von Grenzwerten wird für die Behandlung der Derivate analog umgesetzt. Der vornehmliche Zweck der Meldepflicht, die Verbesserung der Markttransparenz, wird mit einer umfassenden Meldepflicht besser erreicht als mit einer auf kauforientierte Transaktionen beschränkte Pflicht.</p> <p>Schliesslich wird diese Lösung der gesetzlichen Vorgabe auch insofern gerechter, als das Gesetz grundsätzlich keine Befreiung von Meldepflichten vorsieht.“</p>

Geltende Verordnung	Revisionsvorschläge	Kommentare April 2007
<p>4 Nicht der Meldepflicht unterstehen:</p> <p>a. das Einräumen (Schreiben) von Wandel- oder Erwerbsrechten;</p> <p>b. der Erwerb und die Veräusserung von Veräusserungsrechten.</p>	Streichen	<ul style="list-style-type: none"> • Da für den Nationalrat die Schaffung von mehr Transparenz als das klare Ziel im Vordergrund steht, sind auch das Einräumen (Schreiben) von Wandel- oder Erwerbsrechten sowie Cash Settlement - Optionen der Meldepflicht zu unterstellen. Konsequenz für eine Revision von Art. 13: Streichung von Abs. 4 Bst. a, Ergänzung von Abs. 1 Bst. b und Streichung der letzten Satzteile von Abs. 1 Bst. a und b. <p>Ob eine Meldepflicht für Cash Settlement – Optionen ausdrücklich erforderlich ist, kann diskutiert werden; allfällige Umgehungen sind bereits heute meldepflichtig. In der Praxis gestaltet es sich aber äusserst schwierig, solche Umgehungsgeschäfte nachzuweisen und zu ahnden. Aber auch wenn sich das Ahnden von Umgehungsgeschäften als unproblematisch erweisen würde, stünde einem Streichen dieses Passus' nichts entgegen.</p>
4. Kapitel: Pflicht zur Unterbreitung eines Angebotes		
2. Abschnitt: Ermittlung des Angebotspreises		
Art. 37 Börsenkurs		
(Art. 32 Abs. 4, 5 und 6 BEHG)		
1 Der Preis des Angebotes muss für jede Art von Beteiligungspapieren der Zielgesellschaft mindestens dem Börsenkurs entsprechen.		
2 Der Börsenkurs nach Artikel 32 Absatz 4 des Gesetzes entspricht dem Durchschnitt der während der letzten 30 Börsentage vor Veröffentlichung des Angebots an einer Schweizer Börse ermittelten Eröffnungskurse.	2 Der Börsenkurs nach Artikel 32 Absatz 4 des Gesetzes entspricht dem Durchschnitt <u>der an einer Schweizer Börse ermittelten 60 volumengewichteten Tagesdurchschnittskurse vor Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung.</u>	<p><u>Börsenkurs:</u> Es besteht die Möglichkeit und das Risiko, dass Eröffnungskurse seitens des Anbieters beeinflusst werden. Aus diesem Grund kann der volumengewichtete Tagesdurchschnittskurs als geeigneteren Referenzwert qualifiziert werden.</p> <p><u>Relevante Zeitperiode:</u> Die Erfahrung der letzten Jahre hat gezeigt, dass in bestimmten Fällen nicht an allen Tagen (Eröffnungs-) Kurse vorliegen. Das Abstellen auf die letzten 60 Kurse wird eine einheitliche Berechnungsgrundlage schaffen.</p>
3 Er ist von erheblichen Kurseinflüssen durch besondere Ereignisse innerhalb dieses Zeitraumes wie zum Beispiel Dividendenausschüttung oder Kapitaltransaktionen zu bereinigen.	3 Er ist von erheblichen Kurseinflüssen durch besondere Ereignisse innerhalb dieses Zeitraumes wie zum Beispiel Dividendenausschüttung oder Kapitaltransaktionen zu bereinigen. <u>Die Prüfstelle (Art. 25 BEHG) hat in ihrem Bericht die Angemessenheit der Bereinigung zu bestätigen und die Berechnungsgrundlagen aufzuzeigen.</u>	Die Prüfung der Frage, ob eine Bereinigung des Börsenkurses angemessen wäre, ist durch einen Experten vorzunehmen. Die Prüfstelle scheint hierzu geeignet.

	<p><u>4 Sind die kotierten Beteiligungspapiere vor der Veröffentlichung des Angebots bzw. der Voranmeldung nicht liquid, so ist auf eine Bewertung der Prüfstelle (Art. 25 BEHG) abzustellen. Die Prüfstelle hat in ihrem Bericht die Bewertungsmethode sowie die Bewertungsgrundlagen aufzuzeigen.</u></p>	<p>Anpassung an Neuregelung von Art. 37 Abs. 2;</p> <p>Bereits gemäss ständiger Praxis der UEK betreffend Prüfung der Einhaltung der Mindestpreisbestimmungen ist bei einem illiquiden Markt eine Bewertung des Titels der Zielgesellschaft vorzunehmen, da einzelne Börsenkurse nicht als Referenzgrösse beigezogen werden können.</p> <p>In der Verordnung soll mit Vorteil eher von « liquiden » denn von « regelmässig gehandelten » Beteiligungspapieren gesprochen werden. Der Begriff „liquid“ ist wesentlich weniger restriktiv und verleitet nicht zur falschen Annahme, dass einzig die Regelmässigkeit bzw. die Häufigkeit der Transaktionen oder das gehandelte Volumen entscheidend sind für die Feststellung, ob ein Beteiligungspapier liquid ist oder nicht.</p> <p>Folgende Argumente sprechen dafür, auf eine Definition des Begriffs “Liquidität” in der Verordnung zu verzichten:</p> <p>Die Praxis zeigt, dass eine entsprechende Definition in der Verordnung nicht zwingend erforderlich ist. Der Markt anerkennt das gegenwärtig angewendete System. Wenn sich ein Problem stellt, dann betrifft es die Definition als solche und nicht die Frage, ob eine solche im Gesetz oder in der Verordnung festgeschrieben ist.</p> <p>Die Flexibilität ist gewährleistet. Eine Praxisänderung, auch wenn sie gewissen Regeln unterworfen ist, kann verhältnismässig einfach und vor allem rasch vollzogen werden. Die Änderung einer Definition in der Verordnung bedingt eine Teilrevision derselben und ist folglich dem damit vorgesehenen Verfahren unterworfen. Die Praxis entwickelt sich grundsätzlich im zeitlichen Ablauf und auf dynamische Weise auf der Basis neuer konkreter Erfahrungen. Demgegenüber ist eine Verordnungsrevision per se momentbezogen.</p> <p>In der Annahme, dass in der Verordnung eines oder mehrere ergänzende Kriterien (z.B.: tägliches Mindestvolumen, Regelmässigkeit des Handels, Häufigkeit der Transaktionen; Volumen absolut oder relativ in Funktion z.B. des free float oder der Anzahl Aktien in Umlauf) festgelegt werden, würde eine neue Definition in der Praxis noch nicht ausgetestet sein. Unter diesen Voraussetzungen kann nicht vollständig ausgeschlossen werden, dass eine in der Verordnung verankerte Definition sich in der praktischen Anwendung als zu komplex, allenfalls gar als völlig ungeeignet erwiese. Gegebenenfalls würde sich eine dringende Verordnungsrevision mit den damit verbundenen Nachteilen aufdrängen.</p> <p>Zur Verdeutlichung der Praxis und deren Entwicklung kann vorgesehen werden, diese in Form einer « Mitteilung » der Übernahmekommission zu fixieren, um einer angemessenen Rechtssicherheit Rechnung zu tragen.</p> <p>Der Vorschlag lautet somit, keinen neuen Absatz mit einer Definition zur Liquidität in Art. 37 der Verordnung aufzunehmen. Damit riskierte man, die neue Definition unnötigerweise „erstarren“ zu lassen. Stattdessen zieht es die EBK vor, in der Verordnung einzig festzulegen, dass ein illiquider Titel einer Bewertung bedarf (neuer Abs. 4)</p>
--	---	---

Geltende Verordnung	Revisionsvorschläge	Kommentare April 2007
Art. 38 Preis des vorausgegangenen Erwerbs (Art. 32 Abs. 4, 5 und 6 BEHG)		
1 Der Preis des vorausgegangenen Erwerbs entspricht dem höchsten Preis, den der Erwerber im Laufe der letzten zwölf Monate vor Veröffentlichung des Angebotes für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat.	1 Der Preis des vorausgegangenen Erwerbs entspricht dem höchsten Preis, den der Erwerber im Laufe der letzten zwölf Monate vor Veröffentlichung des Angebotes <u>bzw. der Voranmeldung</u> für Beteiligungspapiere der Zielgesellschaft bezahlt hat.	Anpassung an die Regelung von Art. 37 Abs. 2 für die Bestimmung des Preises des vorausgegangenen Erwerbs.
2 Er ist für jede Art von Beteiligungspapieren getrennt zu ermitteln. Der Festlegung des angemessenen Verhältnisses zwischen den Preisen mehrerer Arten von Beteiligungspapieren nach Artikel 32 Absatz 5 des Gesetzes ist der Preis des im Vergleich zum Nominalwert höchstbezahlten Beteiligungspapiers zugrunde zu legen.		
3 Sind im Preis des vorausgegangenen Erwerbs neben Barzahlungen andere wesentliche Leistungen des Erwerbers beziehungsweise Veräusserers, wie z. B. die Gewährung von Sicherheiten oder Sachleistungen, eingerechnet worden, so kann der Mindestpreis um den Betrag, der diesen Leistungen entspricht, erhöht beziehungsweise gemindert werden.		
4 Die Erhöhung oder Minderung ist durch eine Prüfstelle (Art. 25 BEHG) beurteilen zu lassen. Die Prüfstelle verfasst einen Bericht und unterbreitet ihn der Übernahmekommission mindestens eine Woche vor der Veröffentlichung des Angebots.	4 Die Prüfstelle (Art. 25 BEHG) hat in ihrem Bericht <u>die Angemessenheit der Erhöhung oder Minderung nach Absatz 3 zu bestätigen und ihre Berechnungen aufzuzeigen.</u>	Das Ergebnis dieser Prüfung ist gestützt auf den Grundsatz der Transparenz nicht nur der UEK zu kommen zu lassen, sondern ebenfalls im Angebotsprospekt zu veröffentlichen.