

Per e-mail:
thomas.hess@ebk.admin.ch
Eidg. Bankenkommission
(EBK)
Börsen und Märkte
Herr Thomas Hess
Postfach
3001 Bern

Zürich, 4. August 2008

mapl81_20080804_Stellungnahme BEHV-FINAM UEV_cza.docx

Stellungnahme zu den Entwürfen BEHV-FINMA und UEV

Sehr geehrter Herr Hess

Wir nehmen Bezug auf Ihr Schreiben vom 20. Juni 2008 und unterbreiten unten unsere Kurzstellungnahme:

1.1 Grundsätzliches

Wir begrüßen einen Grossteil der vorgeschlagenen Änderungen. Insgesamt finden wir die vorgeschlagenen Änderungen klar und sinnvoll. Sie zeigen, dass sich der Verordnungsgeber mit Sorgfalt und viel Sachkenntnis mit den anstehenden Themen befasst hat.

Wenn unsere Stellungnahme im folgenden dennoch vornehmlich Kritik äussert, dann liegt das einzig daran, dass wir nur von uns nicht begrüßte Änderungen erwähnen und nicht jedes Mal, wo wir Vorschläge begrüßen, dies gesondert festhalten.

2. BEHV-FINMA

2.1 Art. 13 BEHV-FINMA

Das angestrebte Ziel – mehr Klarheit über die Beteiligungsverhältnisse – kann u.E. mit der Regelung nicht wirklich erreicht werden. Zudem fehlt es an einem klaren gesetzlichen Auftrag, Finanzinstrumente generell einer Meldepflicht zu unterstellen. Die Regulierungswut des Gesetzgebers wird nun extensiv ausgelegt, so dass auch der Verordnungsgeber seine Regulierungswut ausleben kann. Das hilft wenig. Die vorgeschlagenen Regelungen verunsichern den anständigen Bürger nur. Dem „Schlaumeier“, der mittels Lücken das Gesetz umgehen will, zeigen sie nur etwas an, was so oder so gilt: Umgehungen sind nicht zulässig. U.E. sollte man daher Art. 13 nicht verschlimmbessern.

Falls aber auf eine Änderung nicht verzichtet werden kann, schlagen wir vor, dass folgende Punkte klargestellt werden:

- In Art. 13 Abs. 2 am Anfang könnte man meinen, dass das blosses Halten von Finanzinstrumenten eine Meldepflicht auslöst. Dies würde zu einer Dauermeldung führen und ist wohl nicht so gemeint. U.E. müsste der Absatz wie folgt lauten: „Der Meldepflicht unterstehen zudem der Erwerb, die Veräusserung oder das Schreiben von Finanzinstrumenten ...“. Der Hinweis auf das Halten von Finanzinstrumenten braucht es u.E. nur im zweiten Teil.
- Art. 13 Abs. 4 ist zu streichen. Er wirft mehr Fragen auf, als er Antworten gibt. Wir anerkennen die Schwierigkeiten, wie sie im Erläuterungsbericht aufgeführt sind. Wir denken dennoch, dass eine generell abstrakte Norm entweder mehr Klarheit schaffen muss oder sonst besser weggelassen wird. Die vorgeschlagene Formulierung schafft nicht mehr Klarheit. Insbesondere ist nicht klar, ob damit einfach nur Missbrauchstatbestände im Vorfeld von öffentlichen Kaufangeboten erfasst werden sollen oder ob auch an andere Tatbestände darunter fallen. U.E. kann es sich bei dieser Regel nur um Missbrauchstatbestände handeln; diese müssen nicht zusätzlich geregelt werden und es kann im Hinblick auf diese auch keine Freigrenze gelten.

2.2 Art. 39 Abs. 2 und 3

Gemäss dem neuen Art. 39 Abs. 2 ist ein Tauschangebot nur noch zulässig, wenn der das Pflichtangebot auslösende Erwerb nicht durch Barzahlung erfolgt ist. Dies ist eine Abkehr von der bisherigen Regelung, die vom Verordnungsgeber überhaupt nicht begründet wird. Es wird einzig festgehalten, dass ein Tausch gegen Beteiligungspapiere dann nicht mehr möglich sein soll, wenn ein vorausgegangener Erwerb gegen Barzahlung stattgefunden hat. Dazu haben wir folgende Bemerkungen:

- Eine klare gesetzliche Grundlage fehlt, um die Anbieter auf Verordnungsstufe derart in ihrer Transaktionsfreiheit einzuschränken. Das BEHG sieht einzig vor,

dass der Angebotspreis nicht mehr als 25% unter dem höchsten Preis, der im Rahmen von vorausgegangenen Erwerben bezahlt wurde, liegen darf. Eine weitere Gleichstellung sieht das Gesetz nicht vor.

- Die Bestimmung hilft dem Angebotsempfänger nicht; vielmehr schadet sie ihm. Sie führt nur zu mehr Unsicherheit und damit dazu, dass weniger Angebote lanciert werden, bei denen der Angebotsempfänger eine Prämie erhält (sei dies nun in Effekten oder in bar).
- Zudem ist die Bestimmung nicht praktikabel. Sie stellt nämlich auf den das Pflichtangebot auslösenden vorausgegangenen Erwerb ab. Da dies aber in der Regel der Eigentumserwerb ist, wäre in gewissen Fällen erst während des Angebots klar, welcher Erwerb das Pflichtangebot auslöst. Zudem könnte der Anbieter wohl mittels Festlegung des Vollzugszeitpunkts steuern, welcher vorausgegangene Erwerb das Pflichtangebot auslöst.
- Im übrigen müsste noch klargestellt werden, ob die vorgeschlagene Gleichstellung des Angebotsempfängers mit dem vorausgegangenen Erwerber nur im Hinblick auf Barzahlungen gilt oder auch mit Bezug auf verschiedene Effekten. D.h. es stellt sich die Frage, ob der Anbieter, der im Rahmen des vorausgegangenen Erwerbs mit Effekten A bezahlt und den Angebotspreis im Rahmen des Pflichtangebots mit Effekten B abgeltet will, gemäss dieser neuen Bestimmung dem Angebotsempfänger im Rahmen des Pflichtangebots auch noch ein Wahlrecht auf Effekten A einräumen muss.

Zusammenfassend ist daher festzuhalten, dass Art. 39 Abs. 2 klar einen Rückschritt darstellt und daher nicht eingefügt werden sollte. Demgegenüber ist u.E. der vorgeschlagene Art. 39 Abs. 3 zu begrüßen.

3. revUEV

3.1 Art. 4 Abs. 2 revUEV

Die Praxis der UEK zu den Aktienrückkäufen sollte nicht in der Verordnung festgeschrieben werden. Es sollte zuerst nochmals geprüft werden, ob es wirklich sinnvoll ist, Aktienrückkäufe im Rahmen des Übernahmerechts zu regeln.

3.2 Art. 10 revUEV

Nachdem neu von Finanzinstrumenten gesprochen wird (Art. 2 Abs. 2 revUEV), sollte u.E. klargestellt werden, dass auch Finanzinstrumente best price rule relevant sein können. Neben den Beteiligungspapieren müssten auch die Finanzinstrumente erwähnt werden.

3.3 Art. 11 Abs. 2 UEV

Diese Bestimmung sollte nicht gestrichen werden. In Anbetracht des nur schwierig zu konkretisierenden Begriffs des „Handelns in gemeinsamer Absprache“, ist es wichtig, dass diese Klar-

stellung bleibt.

3.4 Art. 13 revUEV

Auf die Anpassungen sollte verzichtet werden, wenn damit eine (gegenüber der heutigen Praxis) strengere Zulassung von Bedingungen bezweckt wird. Die Praxis der UEK zu den Bedingungen hat sich bewährt und muss nicht angepasst werden. Es ist wichtig, dass Bedingungen grosszügig zugelassen werden. Jede weitere Einschränkung wird dazu führen, dass noch weniger Anbieter, ein Angebot, das sie ja bekanntlich endgültig verpflichtet, unterbreiten werden.

Die Änderungen schaffen nur Unsicherheiten. Es ist nicht mehr klar, welche Bedingungen noch zulässig sind. Jedenfalls ist der Begriff „überwiegendes Interesse“ mit Gehalt zu füllen. Zudem ist klar festzuhalten, dass das Interesse bei aufschiebenden Bedingungen weniger hohe Anforderungen erfüllen muss, als bei auflösenden Bedingungen, über deren Eintritt während einer langen Zeit keine Klarheit besteht. Weiter müsste klargestellt werden, wessen Interessen gegeneinander abzuwägen sind; die Interessen des Anbieters gegenüber den Interessen der Angebotsempfänger und der Zielgesellschaft und allenfalls anderer Anbieter? Falls Änderungen vorgenommen werden, dann müsste als Begleitmassnahme die UEK in einer Mitteilung klarstellen, inwieweit die bisherige Praxis noch gilt und inwieweit sie mit der neuen Verordnung geändert wird.

3.5 Art. 19 Abs. 1 lit. (h) revUEV

Die Bestimmung ist zu breit gefasst. Mindestens sollte ein Massstab gegeben werden, was relevante Information ist. Zudem sollte sichergestellt werden, dass der Anbieter nur Angaben zu Tatsachen machen muss, die ihm bekannt sind; so z.B. wie folgt:

„h. alle weitere für die Beurteilung des Angebots wesentlichen Tatsachen, soweit der Anbieter über diese gesicherte Kenntnis hat.“

3.6 Art. 20 Abs. 1 revUEV

Das Wort „präzise“ ist zu streichen. Der Angebotsempfänger muss die Finanzierung nicht in ihren Details kennen. Weil nicht alle Details der Finanzierung offen gelegt werden können, wird die Finanzierung ja gerade von der Prüfstelle überprüft. Der Anbieter würde mit der neuen Vorschrift regelmässig gezwungen, Geschäftsgeheimnisse zu offenbaren.

3.7 Art. 24 Abs. 5 und Abs. 6 revUEV

Diese Bestimmung ist zu streichen. Sie führt dazu, dass an Übernahmen viel höhere Anforderungen gestellt werden als etwa an Fusionen. Der einzige Effekt dieser Bestimmung ist, dass weniger Transaktionen durchgeführt werden können. Der Ordnungsgeber erreicht nur einen geringen Schutz der Angebotsempfänger, verhindert aber viele für die Angebotsempfänger interessante Transaktionen. Es ist dem anwendbaren Börsenrecht der auszubehenden Effekten zu überlassen, ob eine pro forma-Rechnung erstellt werden muss. Dies erlaubt viel angemessenere Lösungen. Übernimmt z.B. eine Gesellschaft mit grosser Börsenkapitalisierung eine kleine Gesellschaft und wird der Angebotspreis mit Aktien der grossen Gesellschaft abgegolten, dann

ist die Transaktion für den Wert der Aktien der grossen Gesellschaft wenig relevant und es macht wenig Sinn, die Transaktion mit der Anforderung von pro forma- Rechnungen zu belasten.

In Abs. 6 ist am Anfang aus Konsistenzgründen, der gleiche Wortlaut wie in Abs. 2 zu verwenden.

3.8 Art. 25 Abs. 2 revUEV

Die vorgeschlagene Bestimmung trägt nichts zur Lösung des Problems – Unabhängigkeit der Prüfstelle - bei. Da es in der Schweiz nur wenige Anbieter von Prüfstelle-Leistungen gibt, wäre es besser, wenn klargestellt würde, was (chinese walls) vorgekehrt werden muss, dass die Unabhängigkeit gewährleistet werden kann, etwa wie folgt:

„Die Prüfstelle stellt sicher, dass die bei ihr mit der Prüfung des Angebots befassten Personen ihre Prüfungsarbeit frei von irgendwelchen Interessenkonflikten, die sich aufgrund von anderen Tätigkeiten der Prüfstelle ergeben können, durchführen können.“

3.9 Art. 26 Abs. 1 und 28 Abs. 2 revUEV

Es ist klarzustellen, dass die Prüfstelle nur Verfügungen der UEK im konkreten Fall berücksichtigen muss. Es geht nicht an, dass einer nicht richterlichen Stelle die Aufgabe überbunden wird, zu prüfen, ob alle Verfügungen der UEK eingehalten sind. Dies würde eine Rechtsfortbildung stark erschweren.

Ebenso ist auf die Änderung in Art. 26 Abs. 1 lit. (c) zu verzichten. Sie überfordert die Prüfstelle bei ausländischen Emittenten.

3.10 Art. 29 Abs. 4 revUEV

Die Änderung ist nicht sinnvoll. Es macht keinen Sinn, dass der Bericht mit Informationen angehäuft wird, die nicht wesentlich sind und es, wie der Kommentar sagt, es dem Angebotsempfänger überlassen bleibt, zu entscheiden, was wesentlich ist. Dies kann nicht im Interesse der Angebotsempfänger sein.

3.11 Art. 35 Abs. 2 lit. e revUEV

Das Verbot ist grundsätzlich zu begrüssen. Allerdings sollten unwesentliche Transaktionen zugelassen bleiben.

3.12 Art. 51 revUEV

Es ist klarzustellen, dass die Frist in Art. 51 als lex specialis der Frist gemäss Art. 15 vorgeht.

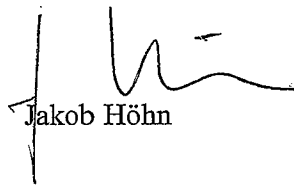
3.13 Art. 66 Abs. 5 revUEK

Da es erwünscht ist, dass sich Minderheitsaktionäre aktiver um ihre Rechte kümmern, sollten ihnen nur Kosten auferlegt werden dürfen, wenn sie in ungerechtfertigter Weise besondere Arbeit verursachen.

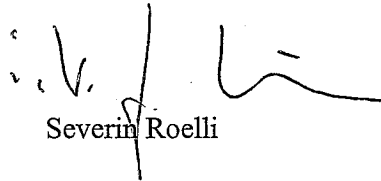
4. Zusammenfassung

Von allen kritisierten Punkten sind uns die unter Ziff. 2.2 (vorausgegangener Erwerb und Tauschangebote), 3.4 (Bedingungen) 3.6 (Angaben zur Finanzierung) und 3.7 (pro-forma Rechnung bei Tauschangeboten) aufgeführten Punkte am wichtigsten. Sie sind aus der Sicht eines möglichst gut funktionierenden Unternehmenskontrollmarkts entscheidend.

Freundliche Grüsse



Jakob Höhn



Severin Roelli