

Eidg. Bankenkommission
Herr Thomas Hess
Schwanengasse 12
Postfach
3001 Bern

Dr. Markus Guggenbühl
Tel +41 44 254 34 54
mguggenbuhl@vischer.com
www.vischer.com

Dr. Jana Essebier
Tel +41 44 254 34 09
jessebier@vischer.com
www.vischer.com

Zürich
Schützengasse 1
Postfach 1230
CH-8021 Zürich
Tel +41 44 254 34 00
Fax +41 44 254 34 10

Basel
Aeschenvorstadt 4
Postfach 526
CH-4010 Basel
Tel +41 61 279 33 00
Fax +41 61 279 33 10

Zürich, 4. August 2008

500518\000031.doc

Öffentliche Anhörung des Entwurfes für die Börsenverordnung-FINMA (BEHV-FINMA) per 1. Januar 2009

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir nehmen Bezug auf das auf Ihrer Website veröffentlichte Schreiben vom 20. Juni 2008, mit dem Sie eine öffentliche Anhörung zu den Entwürfen der BEHV-FINMA und der UEV eröffnet und interessierte Kreise um Stellungnahme bis zum 4. August 2008 gebeten haben.

Nachfolgend erlauben wir uns, zum Entwurf der BEHV-FINMA Stellung zu nehmen. Unsere Stellungnahme basiert auf unseren Erfahrungen in der anwaltlichen Beratung.

1. EINLEITENDE BEMERKUNGEN

Aus anwaltlicher Sicht unterstützen wir das Bemühen um mehr Transparenz. Dabei gilt es unseres Erachtens jedoch zu beachten, dass ein Übermass an Offenlegung das Gegenteil von Transparenz bewirken

Prof. Dr.Dr.h.c. Frank Vischer Dr. Peter Gloor Dr. Bernhard Christ¹ Dr. Christoph M. Pestalozzi, M.C.J. Dr. Niklaus E. Schiess¹ Dr. Christoph Löw Prof. Dr. Christian Brückner, LL.M.¹
Dr. Michael Pfeifer, M.B.L.-HSG¹ lic.iur. Urs Haegi, M.B.L.-HSG Dr. Sebastian Burckhardt, M.C.J., New York Bar¹ Dr. Ulrich Vischer Dr. Marc Russenberger lic.oec.HSG et lic.iur.
Erwin R. Griesshammer Dr. Hubertus Ludwig, dipl. Steuerexperte Dr. Thomas Gelzer, LL.M.¹ Dr. David Jenny, LL.M. Prof. Dr. Beatrice Wagner Pfeifer Dr. Rolf Auf der Maur
lic.iur. Felix Heusler, LL.M. lic.iur. Ursula Hubschmid lic.iur. Felix C. Meier-Dieterle Dr. Markus Guggenbühl, LL.M., New York Bar Dr. Jürg Luginbühl Dr. Matthias Staehelin,
DHEE¹ Dr. Roland M. Müller, LL.M.¹ Dr. Felix W. Egli, LL.M. lic.iur. Thomas Ziegler, dipl. Steuerexperte Dr. Andreas C. Albrecht, LL.M.¹ Dr. Robert Bernet, LL.M. Dr. Adrian Dörig,
LL.M., New York Bar lic.iur. Jacqueline Burckhardt Bertossa, LL.M.¹ lic.iur. Stéphane Konkoly, LL.M. Dr. Stefan Grieder Dr. Stefan Rechsteiner lic.oec.publ. Stefan Widmer,
dipl. Steuerexperte² Dr. Piera Beretta, LL.M. Dr. Christian Oetiker, LL.M. Dr. Philippe Spitz, LL.M. Dr. Nora Refaeil, LL.M. Dr. Thomas Weibel, LL.M. lic.iur. Franziska Bur Bürgin,
dipl. Steuerexpertin Fürsprecher Rolf Wüthrich, LL.M., dipl. Steuerexperte Dr. Ramon Mabillard, LL.M.¹ Dr. Benedict F. Christ, LL.M., New York Bar lic.iur. Daniel Dillier,
dipl. Steuerexperte lic.iur. Markus Alder, LL.M. lic.iur. Gili Fridland Prof. Dr. Peter Hettich lic.iur. Karin Graf, LL.M. lic.iur. Guido Müller lic.iur. Klaus Neff, LL.M.
Dr.iur. et dipl.sc.nat.ETH Stefan Kohler lic.iur. Doris Levy-Hoedl lic.iur. Christian Wyss, LL.M. lic.iur. Gérald Virieux, M.B.L. lic.iur. Nadia Tarolli lic.iur. Karolina Dobrý
Dr. Jana Essebier lic.iur. Claudia Keller, LL.M. lic.oec.HSG Reto Arnold, dipl. Steuerexperte² lic.oec.HSG Katya Federspiel² Dr. Roberto Peduzzi lic.iur.HSG et dipl.sc.nat.ETH
Michael Waldner lic.iur. Andrea C. Moser² lic.iur. Daniele Favalli, LL.M. Dr. Matthias Ammann lic.iur. Diana Imbach lic.iur. Marius Meier lic.iur. Karin Sauter
lic.iur. Andreas Textor, LL.M. Dr. Conradin Cramer Dr. Bernd Mössle, M.Jur. (Oxford) lic.iur. Elisabeth Stucki, LL.M. lic.iur. Christa Pfister, LL.M. lic.iur. Tina B. Jäger
lic.iur. Lukas Wadsack lic.iur. Christoph Niederer, dipl. Steuerexperte Dr. Florian Schumann lic.iur. Martin Düggelein Dr. Mark Eichner lic.iur. Tanja Gustinetti lic.iur. Peter Hostansky
lic.iur. HSG Reto Mäder Lara M. Pair JD² M.A. HSG in Law Patrick Scherrer lic.iur. Martina Schwaninger Preiss

kann. Darüber hinaus muss der Verhältnismässigkeitsgrundsatz beachtet werden. Das Fehlverhalten Einzelner darf nicht zu einer Ausuferung von Meldepflichten führen.

In der anwaltlichen Praxis zeigt sich, dass zahlreiche Unklarheiten hinsichtlich der Meldepflichten bestehen. In Anbetracht der Strafbarkeit von Verstössen gegen die Meldepflichten muss auf der Verordnungsebene versucht werden, ein Höchstmass an Bestimmtheit zu erreichen.

2. ANMERKUNGEN ZU EINZELNEN ARTIKELN DER BEHV-FINMA

2.1 Art. 8^{bis} (Fristberechnung)

Wir begrüssen die Aufnahme einer Präzisierung der Fristberechnung, um so bestehende Unklarheiten auszuräumen und für mehr Rechtssicherheit zu sorgen. Wir stimmen Ihrer Aussage im Erläuterungsbericht zu, dass die vorgeschlagene Regelung eindeutig ist. Wir bitten Sie jedoch zu berücksichtigen, dass es ausserhalb von Bankenkreisen eher unüblich ist, Monate mit 30 Tagen anzusetzen, und dies daher Verwirrung stiften könnte. Wir befürworten daher die in Ihrem Erläuterungsbericht als Alternative „Art. 8a“ vorgeschlagene Regelung.

2.2 Art. 10 Abs. 1^{bis}

Wir befürworten diese Vereinheitlichung, die zu mehr Rechtssicherheit beitragen wird.

2.3 Art. 12 Abs. 1

Wir befürworten die für Leih- und vergleichbare Geschäfte vorgeschlagene Lösung im Grundsatz. Wir möchten jedoch die Streichung der Sicherungsübereignung mit Eigentumsübergang anregen. Unseres Erachtens handelt es sich dabei nicht um ein der Leihe oder dem Repo-Geschäft vergleichbares Geschäft. Bei der Sicherungsübereignung geht es vorrangig um das Sicherungsinteresse des Sicherungsnehmers bei Eintritt des Sicherungsfalles und nicht darum, dem Sicherungseigentümer Zugriff auf die Beteiligungsrechte zu ermöglichen. Unseres Erachtens ist kein Grund ersichtlich, warum die Sicherungsübereignung anders als eine Verpfändung behandelt werden soll, zumal die Grenzen zwischen einer Sicherungsübereignung und einer Verpfändung je nach anwendbarem Recht fließend sind. Wird die Sicherungsübereignung bösgläubig zur Umgehung von Meldepflichten benutzt, dürfte wegen Rechtsmissbrauch ebenso wie bei einer Verpfändung eine Meldepflicht gegeben sein. Wir empfehlen daher folgenden Wortlaut:

Leihgeschäfte und vergleichbare Geschäfte wie insbesondere die Veräusserung von Beteiligungsrechten mit Rückkaufsverpflichtung (Repo-Geschäfte) sind der Meldepflicht unterstellt.

2.4 Art. 12 Abs. 2

In Ihrem Erläuterungsbericht führen Sie zu Recht aus, dass der Verzicht auf die Meldepflicht der abgebenden Vertragspartei verhindert, dass diese ihrerseits heimlich eine grosse Beteiligung aufbauen kann. Der vorgeschlagene Wortlaut bringt lediglich die Meldepflicht der übernehmenden Vertragspartei zum Ausdruck. Der Verzicht auf die Meldepflicht der abgebenden Vertragspartei kann zwar durch Auslegung von Art. 12 Abs. 2 und 3 hergeleitet werden. Um jedoch jegliche Unklarheiten zu verhindern, möchten wir zur Klarstellung folgende Ergänzung anregen:

Die andere Vertragspartei ist weder zur Meldung verpflichtet, noch berechtigt.

2.5 Art. 13 Abs. 1

Aus den nachfolgenden Absätzen und dem Erläuterungsbericht ist zu entnehmen, dass Art. 13 Abs. 1 nur noch Optionen mit physischem Settlement erfassen soll. Wir empfehlen zur Klarstellung jeweils folgende Ergänzung der Punkte lit. a und b:

(...) sofern diese Finanzinstrumente eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen.

2.6 Art. 13 Abs. 2 bis 4

Wir können die Argumentation im Erläuterungsbericht nachvollziehen. Dennoch möchten wir in Anbetracht der Strafbarkeit von Verstössen gegen die Meldepflicht anregen, die Formulierungen zu überdenken. Unseres Erachtens muss für den Anleger auf den ersten Blick klar sein, welche Finanzinstrumente er melden muss.

2.6.1 Bemerkungen zu Art. 13 Abs. 2

Aus dem Gesagten folgt, dass Art. 13 Abs. 2 klar definieren muss, welche Finanzinstrumente unabhängig davon, ob sie im Hinblick auf ein Übernahmeangebot erworben, veräussert oder geschrieben werden, zu melden sind. Nach unserem Verständnis enthält Art. 13 Abs. 2 in Verbindung mit Abs. 3 typisierte, unwiderlegliche Vermutungen für Finanzinstrumente im Sinne von Art. 13 Abs. 4. Das Verhältnismässigkeitsgebot verlangt, dass Art. 13 Abs. 2 nur die Typen aufführt, bei denen nach den bisherigen Erfahrungen eine überdurchschnittliche Wahrscheinlichkeiten für Missbräuche besteht. Neue Umgehungsstrategien sind von Art. 13 Abs. 4 zu erfassen.

Anknüpfungspunkt für die Meldepflicht nach Art. 13 Abs. 2 ist ein Finanzinstrument, das es aufgrund seiner Struktur dem Berechtigten wirtschaftlich ermöglicht, Beteiligungspapiere zu erwerben. Als Beispi-

le werden Optionen mit Barausgleich, Differenzgeschäfte und Finanzinstrumente auf einen oder vorwiegend einen Basiswert genannt. Vor dem Hintergrund des Bestimmtheitsgrundsatzes und des Verhältnismässigkeitsgebots stellen sich insbesondere folgende Fragen:

- Gilt die Einschränkung „auf einen oder vorwiegend einen Basiswert“ auch für Optionen mit Barausgleich und für Differenzgeschäfte? Wir würden dies begrüßen und regen daher eine Klarstellung an.
- Was ist mit „vorwiegend einen Basiswert“ gemeint? Diese Formulierung ist unseres Erachtens zu unbestimmt. Wir regen daher die Streichung dieser Passage an. Hinzukommt, dass bereits die Formulierung „auf einen Basiswert“ einen Interpretationsspielraum eröffnet. Die typischen Finanzinstrumente lauten „auf einen Basiswert“, auch wenn die Rückzahlung den Basiswert nicht eins zu eins abbildet.
- Wenn die Finanzinstrumente lediglich aufgrund ihrer Struktur den Erwerb von Beteiligungspapieren wirtschaftlich ermöglichen sollen, stellt sich die Frage, ob nur strukturierte Produkte erfasst werden, die eins zu eins einen Basket abbilden, oder ob auch kapitalgeschützte Produkte oder sogar Reverse Convertibles erfasst werden sollen. Der Wortlaut liesse eine entsprechende Interpretation zu. Reverse Convertibles eignen sich unserer Einschätzung nach weitaus weniger für den Aufbau einer Beteiligung, hängt doch die Rückzahlung vom weiteren Kursverlauf der Aktie ab. Hinzu kommt, dass auch das Hedging des Emittenten auf verschiedene Arten erfolgen kann. Wir empfehlen lediglich Tracker-Zertifikate auf einen Basiswert aufzunehmen.
- Welche weiteren Finanzinstrumente, die wirtschaftlich den Beteiligungserwerb ermöglichen, sollen erfasst werden? Ist die Formulierung tatsächlich als Generalklausel gedacht? Wenn ja, stünde dies zum einen im Widerspruch zur Systematik. Als Auffangklausel soll Art. 13 Abs. 4 dienen. Zum anderen wäre dies unverhältnismässig, enthält Art. 13 Abs. 2 doch die Einschränkung des Art. 13 Abs. 4, „wenn sie im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot“ erworben, veräussert oder eingeräumt wurden, nicht.

Im Ergebnis empfehlen wir daher, lediglich folgende Typen aufzunehmen:

- Optionen mit Barausgleich auf einen Basiswert;
- Differenzgeschäfte auf einen Basiswert,
- Tracker-Zertifikate auf einen Basiswert.

Sämtliche anderen Finanzinstrumente sollten über Art. 13 Abs. 4 erfasst werden. Sollten sich in der Praxis andere Finanzinstrumente als typische Umgehungsmittel herausbilden, kann dem durch eine Ergänzung des Art. 13 Abs. 2 begegnet werden.

2.6.2 Bemerkungen zu Art. 13 Abs. 4

Art. 13 Abs. 4 soll als Auffangklausel dienen. Dem Erörterungsbericht ist zu entnehmen, dass die Auffangklausel nur Finanzinstrumente erfassen soll, mit denen unerkannt eine grosse Beteiligung an einer Zielgesellschaft aufgebaut werden kann. Es kann nicht darum gehen, Finanzinstrumente zu erfassen, die zwar im Hinblick auf ein Übernahmeangebot, aber nicht zum Zwecke eines Beteiligungsaufbaus erworben werden. Der Begriff des Finanzinstruments ist für sich genommen zu unbestimmt, als dass hier auf eine klarstellende Ergänzung verzichtet werden kann. Wir empfehlen daher aufzunehmen, dass die Finanzinstrumente es dem Berechtigten ermöglichen, Beteiligungspapiere zu erwerben.

Im Erläuterungsbericht heisst es, dass mit „Anrechten oder Anwartschaften“ bewusst Begriffe vorgeschlagen werden, die auch faktische oder wirtschaftliche Positionen zum Erwerb von Beteiligungspapieren vermitteln. Dieses Ziel wird unseres Erachtens nicht erreicht. Anrechte und Anwartschaften beinhalten rechtliche Positionen, nicht jedoch notwendig faktische oder wirtschaftliche Positionen. Denkbar wäre hier eine Formulierung, wonach die Vermutung besteht, wenn die Finanzinstrumente Beteiligungsrechte abbilden, die 15 Prozent der Stimmrechte vermitteln. Selbst diese Formulierung ist aus Sicht des Bestimmtheitsgrundsatzes jedoch problematisch. Hinzu kommt, dass hier von einer Vermutung die Rede ist. Es stellt sich die Frage, ob eine Widerlegung möglich sein soll. Der Wortlaut legt dies nahe. Damit ist Streitigkeiten in diesen Konstellationen Tür und Tor geöffnet. Wir empfehlen, den Satz zu streichen. Typisierte, unwiderlegliche Vermutungen sind bereits in Art. 13 Abs. 2 enthalten.

Die vorgeschlagene Formulierung des Art. 13 Abs. 4 in Verbindung mit Art. 13 Abs. 2 und Abs. 3 scheint nahe zu legen, dass Finanzinstrumente, die von Art. 13 Abs. 2 erfasst werden, aber gemäss Art. 13 Abs. 3 nicht zu melden sind, von Art. 13 Abs. 4 auch dann nicht erfasst werden, wenn ein Zusammenhang zu einem Übernahmeangebot besteht. Wir gehen nicht davon aus, dass dies beabsichtigt ist und empfehlen daher folgende Formulierung:

„Sofern nicht bereits eine Meldepflicht nach Art. 13 Abs. 2 und 3 besteht, sind Finanzinstrumente offen zu legen (...)“

2.6.3 Halten von Finanzinstrumenten

Art. 13 Abs. 2 und Abs. 4 erwähnen anders als Art. 13 Abs. 1 nicht nur den Erwerb, die Veräusserung sowie das Schreiben von Finanzinstrumenten, sondern auch das Halten von Finanzinstrumenten. Wir können für die Abweichung keinen Grund erkennen und möchten daher die Streichung des Haltens von Finanzinstrumenten anregen.

2.6.4 Formulierungsvorschlag für Art. 13 Abs. 2 und Abs. 4

Abs. 2

Der Meldepflicht unterstehen zudem:

- a. der Erwerb, die Veräusserung oder das Einräumen von Optionen mit Barausgleich auf einen Basiswert;*
- b. das Eingehen von Differenzgeschäften auf einen Basiswert;*
- c. die Emission, der Erwerb oder die Veräusserung von Tracker-Zertifikaten auf einen Basiswert.*

Abs. 4

Sofern nicht bereits eine Meldepflicht nach Art. 13 Abs. 2 und 3 besteht, sind Finanzinstrumente offen zu legen, wenn sie im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot erworben, veräussert oder eingeräumt (geschrieben) werden und es dem Berechtigten wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere zu erwerben. Diese Finanzinstrumente sind in die Berechnung des Stimmrechtsanteils mit einzubeziehen und zudem getrennt zu melden.

2.7 Art. 14 Abs. 1^{bis} und Art. 17 Abs. 1 lit. h

Laut dem Anhörungsbericht soll diese Vorschrift lediglich im Sinne einer Klärung ausdrücklich festhalten, dass die doppelte Meldepflicht gemäss Art. 20 und 31 BEHG wie bis anhin weiter besteht. Unseres Erachtens besteht die Gefahr, dass die vorgeschlagene Regelung die Meldepflichtigen verunsichert. Die Regelung könnte so verstanden werden, dass eine Meldung nur noch gegenüber der Offenlegungsstelle und nicht mehr gegenüber der Gesellschaft vorzunehmen ist. Wir schlagen als Alternative folgende Formulierungen vor:

Die Durchführung eines Übernahmeverfahrens lässt das Bestehen der Meldepflichten unberührt.

oder

Die Meldepflichten nach Art. 20 BEHG bestehen unbeachtet einer etwaigen Meldepflicht nach Art. 31 BEHG.

Wir bitten Sie darüber hinaus, die Ergänzung des Art. 17 Abs. 1 zu überdenken. Die Marktteilnehmer sind bereits durch die Voranmeldung oder spätestens die Veröffentlichung des Übernahmeangebots informiert. Wir sehen daher nicht, inwiefern die Ergänzung für eine bessere Transparenz für die Marktteilnehmer sorgen soll. Dem Grundsatz folgend, dass auch ein Übermass an Informationen für Unklarheit sorgen kann, sollte unseres Erachtens auf diese Ergänzung verzichtet werden. Hinzu kommt, dass jede zusätzliche Verpflichtung zur Angabe einer Information die Fehleranfälligkeit der Meldungen erhöht.

2.8 Art. 18 Abs. 3

Die vorgeschlagene Regelung ist unseres Erachtens zu weitgehend. Wir möchten anregen, dem Grundsatz der Verhältnismässigkeit bereits in der Formulierung dieser Norm Rechnung zu tragen. So sollten die Offenlegungsstellen nur dann die vorgeschriebenen Informationen veröffentlichen dürfen, wenn die Publikation wesentliche Fehler oder Unvollständigkeiten aufweist. Ihrer Erläuterung zu der Norm folgend, schlagen wir darüber hinaus vor, den letzten Satz wie folgt zu formulieren:

Die Gesellschaft ist vorgängig anzuhören.

2.9 Art. 39 Abs. 2

Wir können die Gründe für diesen Vorschlag nachvollziehen. Dennoch möchten wir anregen, die Änderung der Bestimmung zu überdenken. Unseres Erachtens wird diese Regelung unvermeidlich zu Streitigkeiten führen. Das Pflichtangebot wird erst mit dem Verfügungsgeschäft ausgelöst. Es ist daher denkbar, dass sich ein Anbieter 30% der Aktien ohne oder nur teilweise gegen Barzahlung sichert, den das Pflichtangebot auslösenden Erwerb jedoch vollständig bar finanziert. Wird der vorgeschlagene Wortlaut zugrunde gelegt, kann der Anbieter nunmehr ein Tauschangebot ohne alternative Barzahlung unterbreiten. Dieses Beispiel zeigt, dass die vorgeschlagene Regelung zu Umgehungsstrukturen geradezu einlädt. Wir empfehlen daher die bisherige Regelung beizubehalten. Die Interessen der anderen Aktionäre sind zum einen dadurch geschützt, dass sie das Angebot ablehnen können, zum anderen durch die Prüfung des Umtauschverhältnisses bzw. des Wertes illiquider Effekten.

2.10 Art. 39 Abs. 3

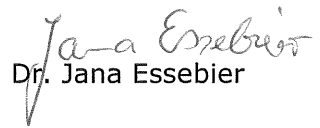
Häufig sind die zum Tausch angebotenen Effekten noch nicht kotiert, die Kotierung soll jedoch erfolgen, sobald das Übernahmeverfahren erfolgreich abgeschlossen ist. Wir gehen davon aus, dass in diesem Fall

VISCHER

die Übernahmekommission in der Regel eine Ausnahme nach Art. 43 erteilen wird.

Für Fragen stehen die Unterzeichnenden jederzeit gern zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen


Dr. Jana Essebier


Dr. Markus Guggenbühl