

Zürich
Dr. Marc Blessing
Dr. Christian Steilmann
Dr. Nedim Peter Vogt
Dr. Felix R. Ehrat
Prof. Dr. Rolf Watter
Daniel Hochstrasser
Peter Reinartz*
Dr. Andreas Länzlinger
Urs Brügger
Dr. Ralph Malacrida
Eric Stupp
Michelle Sinder**
Michele Bernasconi
Dr. Daniel U. Lehmann**
Dr. Markus Wang
Tina Wüstemann

Dr. Andreas J. Bär
Matthew T. Reiter
Roland Truffer
Dr. Corrado Rampini
Dr. Dieter Dubs**
Dr. Thomas U. Reutter
Dr. Mani Reinert
Dr. Christoph Neeracher
Dr. Stefan Liniger
Moritz Näf
Daniel C. Pfiffner
Brigitte I. Sommer
Dr. Andrea R. Grass
Dr. René Schwab
Flavia I. Bieri
Dr. Peter Hsu
Thomas Frey

Dorothee E. Garrido
Dr. Michael Schöll
Salvatore Iacangelo
Yasmine Sabeti
Thomas Rohde
Alexandra G. Trepp
Dr. Caroline Möhrle
Katja Roth Pellanda
Dr. Marcel R. Jung*
Sten E. D. Rasmussen
Markus Widmer
Dr. Mariel Hoch Classen
Barbara Lautenschlager
Christoph Wild
Yanik Nabholz
Michael G. Noth
Urs Kägi

Ariane Riedi Wirth
Dr. Sabina Nüesch
Andrea B. Bolliger*
Dr. Till Spillmann
Florence Schicker
Andrea C. Widmer
Dr. Karin Beyeler
Lukas Roester
Andrea Boog
Bernhard H. Heusser
Barbara Messmer
Marcel Schaad
Stefan Bachmann

Genf
Christophe Buchwalder
Dr. Cédric Chapuis
Saverio Lembo
Anne Valérie Julien Berthod
Katalyn Billy
Raphaël Granges
Lugano
Dr. Felix R. Ehrat
Paolo Bottini*
Dr. Cesare Jermini*
Massimo Vanotti
Andrea Gamba
Rocco Rondi

Zug
Michael Trippel
Thomas Stoltz*
Carole Fontannaz Renggli*
Dr. Daniela Fiorillo
Pascal Müller*
London
Gianpaolo Arrigoni
Philippe A. Huber

Konsulenten
Dr. Thomas Bär
Dr. Robert Karrer
Dr. Martin Karrer
Dr. Hans-Ulrich Freimüller
Dr. Peter J. Kienast
Dr. Robert E. Züllig
Prof. Dr. Marc Amstutz
Stephanie Comtesse

* Eidg. Dipl. Steuerexperte
* Notar / Notarin
** nicht als Rechtsanwalt /
Rechtsanwältin zugelassen

Vorabkopie per E-mail

Eidgenössische Bankenkommission
Börsen und Märkte
ZHv Frau Michèle Maurer
Postfach
3001 Bern

**BÄR
& KARRER**

Zürich, 7. Mai 2007

Vernehmlassung über die Teilrevision der Börsenverordnung-EBK Art. 13, 37 und 38 BEHV-EBK

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf Ihr Schreiben vom 18. April 2007, mit welchem Sie einerseits einen Vorschlag zur Änderungen von einzelnen Bestimmungen der Börsenverordnung-EBK (BEHV-EBK) veröffentlicht haben und gleichzeitig die interessierten Kreise zur Stellungnahme einladen.

Wie Ihnen bekannt sein dürfte haben wir bereits im Rahmen der Vernehmlassung vom Oktober 2003 über die materielle Revision der BEHV-EBK und der Übernahmeverordnung (UEV-UEK) zusammen mit der Schweizerischen Bankiervereinigung eine ausführliche Stellungnahme ausgearbeitet. Zudem waren wir im Rahmen unserer Beratungstätigkeit in den letzten Jahren in zahlreichen Transaktionen involviert (in der Regel für den Verwaltungsrat der kotierten Gesellschaften), welche unter anderem auch Anlass zu dieser dringlichen Revision der Offenlegungsregeln gegeben haben. Insofern unterstützen wir Ihr Anliegen vorbehaltlos, diese Offenlegungsregeln und vor allem die Bestimmungen über die Offenlegung von Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte in Art. 13 BEHV-EBK an die neuen Transaktionsformen und Handelsstrategien anzupassen, welche seit eini-

Bär & Karrer
Rechtsanwälte

Zürich
Brandschenkestrasse 90
CH-8027 Zürich
Tel. +41 (0)58 261 50 00
Fax +41 (0)58 261 50 01
zuerich@baerkarrer.ch

Genf
12, quai de la Poste
CH-1211 Genève 11
Tel. +41 (0)58 261 57 00
Fax +41 (0)58 261 57 01
geneve@baerkarrer.ch

Lugano
Via Vegezzi 6
CH-6901 Lugano
Tel. +41 (0)58 261 58 00
Fax +41 (0)58 261 58 01
lugano@baerkarrer.ch

Zug
Baarerstrasse 8
CH-6301 Zug
Tel. +41 (0)58 261 59 00
Fax +41 (0)58 261 59 01
zug@baerkarrer.ch

London
1 Pemberton Row
GB-London EC4A 3BG
Tel. +44 20 7583 1940
Fax +44 20 7583 1941
london@baerkarrer.co.uk

www.baerkarrer.ch

Eingetragen im
kantonalen Anwaltsregister.

ger Zeit auch im Schweizer Markt festzustellen sind. Zu erwähnen sind in diesem Zusammenhang die Schlagwörter "hidden and morphable ownership" oder auch "empty voting" und wir werden bei den einzelnen Änderungsvorschlägen allenfalls noch etwas eingehender auf diese Transaktionsformen eingehen, mit denen die heute geltenden Offenlegungsvorschriften nicht nur umgangen werden können, sondern letztlich auch falsche und irreführende Offenlegungsmeldungen resultieren können, welche mit den tatsächlichen Verhältnissen bezüglich Ausübbarkeit des Stimmrechts und dem wirtschaftlichen Risiko einer entsprechenden Beteiligung nicht übereinstimmen. Neben der Entkoppelung von Stimmrecht und wirtschaftlichen Interesse, welche mit solchen Transaktionen einhergeht, schafft das heutige Offenlegungsrecht nämlich quasi eine dritte Ebene, welche häufig weder mit den aktuellen Stimmrechts- noch mit den wirtschaftlichen Interessen übereinstimmen und es kann nicht ausgeschlossen werden, dass diese Offenlegungsregeln auch bewusst eingesetzt werden, um den Markt bezüglich einer Beteiligung irrezuführen.

Generell müssen mit der Revision u.E. zwei Stossrichtungen gleichzeitig erfasst werden:

- i) Zunächst das heimliche Aufbauen eines Blocks, bei dem durch grundsätzlich nicht meldepflichtige Derivate oder vergleichbare Transaktionen und Vereinbarungen eine Übertragung der Aktien im "gewünschten" Zeitpunkt ermöglicht wird; hier wird die Erfassung der Optionen mit Cash Settlement sicher Hilfe bieten; sicherzustellen ist aber auch, dass auch andere vertraglichen Vereinbarungen mit ähnlichen Charakteristika (z.B. Total Return Equity Swaps) ebenfalls erfasst werden;
- ii) Sodann gilt es aber auch zu verhindern, dass durch das Melderecht eine Beteiligung vorgetäuscht wird, die wirtschaftlich so gar nicht existiert. Man sieht heute viele Fälle, bei dem eine meldepflichtige Person sagt, dass sie beispielsweise [x]% der Aktien halte, plus [x]% in Optionen. Ob die Aktien auch wirtschaftlich der offenlegenden Person gehören (oder ob diese Person diese Aktien nur basierend auf einem Securities Lending hält oder mit Finanztransaktionen das wirtschaftliche Risiko ganz oder teilweise abgegeben hat) und ob die gemeldeten Optionen wirklich so ausgestaltet sind, dass eine praktische Möglichkeit besteht, Aktien zu erwerben bleibt unklar. Um dies zu verdeutlichen, möchten wir lediglich die folgenden Beispiele anfügen, welche illustrieren, dass letztlich die konkreten Bedingungen der Optionen und auch der bezahlte Optionspreis von Bedeutung sind:
 - Der Ausübungspreis einer Option liegt deutlich "in the money", womit eine Ausübung der Option sehr wahrscheinlich resp. ökonomisch zweckmässig ist und der Preis für den Erwerb solcher Optionen ist in der Regel verhältnismässig hoch. Zudem wird der Emittent in solchen Fällen regelmässig einen grossen Teil der unterliegenden Aktien direkt oder indirekt als Absicherung halten, womit die entsprechende Anzahl Titel dem Markt entzogen sind.

- Der Ausübungspreis einer Option liegt deutlich "out of the money", womit die Ausübung der Option unwahrscheinlich ist. Solche Optionen können zudem verhältnismässig günstig erworben werden und die emittierende Bank wird in aller Regel wenige Aktien als Absicherung halten, es sei denn, dass die emittierende Bank von einem bevorstehenden öffentlichen Übernahmeangebot Kenntnis hat oder aufgrund der Umstände mit einem solchen rechnen muss.
- Bei sog. "Call Spread Warrants" erwirbt der Investor meldepflichtige Call-Optionen, welche nur dann zum Bezug von physischen Aktien berechtigen, wenn der Aktienkurs innerhalb einer Bandbreite von zwei Ausübungspreisen liegt; wenn dieser zweite (höhere) Ausübungspreis überschritten wird, ist die emittierende Bank nur zur Auszahlung des Differenzbetrages zwischen den beiden Ausübungspreisen verpflichtet. Mit der Ausgestaltung der Bandbreite der beiden Ausübungspreise kann sowohl die Ausübungswahrscheinlichkeit und auch der Preis der Optionen massgeblich beeinflusst werden und je nach Situation, kann eine Offenlegung dieser Call-Optionen auch ein irreführendes Bild vermitteln.

Etwas überspitzt gesagt: Fast jeder könnte den Erwerb von 20% Call-Optionen an der UBS finanzieren und melden und sich entsprechend wichtig machen (oder den Markt manipulieren), wenn z.B. der Ausübungspreis auf das Zwanzigfache des heutigen Marktpreises angesetzt wird.

1 Art. 13 BEHV-EBK: Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte

1.1 Grundsätzliche Bemerkungen

Bei der Ausarbeitung der heute geltenden Bestimmungen waren die folgenden Prinzipien wegleitend: grundsätzlich wollte man nur den „versteckten“ resp. heimlichen Aufbau einer Beteiligung mit Derivaten verhindern, indem lediglich der Erwerb von Call-Optionen und Wandelrechten sowie das Schreiben von Veräusserungsrechten (insbesondere) Put-Optionen erfasst wurde, aber auch nur insoweit diese Wandel- und Optionsrechte eine Realerfüllung vorsehen oder zulassen. Der Abbau einer Beteiligung wurde bewusst nicht erfasst. Dieses Konzept hat sich unseres Erachtens überlebt und mittelfristig ist eine Neuregelung ins Auge zu fassen, welche sowohl den Auf- wie auch den Abbau erfasst.

Zudem muss sich unseres Erachtens eine Neuregelung von der mehrheitlichen Ausrichtung auf das Stimmrecht lösen und verstärkt auch den Aspekt des wirtschaftlichen Risikos berücksichtigen. Wie bereits erwähnt, ist es heute mittels derivativer Finanzinstrumente und Handelsstrategien ohne weiteres möglich, das wirtschaftliche Risiko einer Beteiligung (z.B. mittels sog. "Zero Cost Collar Optionen" oder Total Return Equity Swap Transaktionen) ganz oder teilweise auf Dritte zu übertragen oder, dass ein solches wirtschaftliches Risiko trotz Offenlegung gar nie erworben wurde (namentlich durch ein Securities Lending). Diese Ausrichtung

am tatsächlichen wirtschaftlichen Risiko ist unseres Erachtens mit zusätzlichen Information in der eigentlichen Meldung anzustreben. Andererseits darf diese Neuausrichtung am wirtschaftlichen Risiko nicht zu einer offenlegungsrechtlichen Verrechnung von Transaktionen führen (allenfalls ist eine Ausnahme für besonders beaufsichtigte Finanzinstitute vorzusehen). Im Interesse der Transparenz müssen alle Transaktionen resp. Beteiligungsbestände gemäss der Bruttomethode einzeln offengelegt werden.

Zudem stellt sich die berechtigte Frage, ob nicht auch die generellen Anforderungen an den Inhalt der Meldung resp. der Offenlegung angepasst werden müssen, weil letztlich bei den derivativen Finanzinstrumenten die konkreten Bedingungen und der tatsächlich bezahlte Preis von entscheidender Bedeutung sind. Auch der Spezialfall des Securities Lending – in der Regel Stimmrecht ohne wirtschaftliches Risiko – sollte entsprechend gekennzeichnet werden. Da nur ein solches Gesamtbild der tatsächlichen Verhältnisse relevant sein kann (s. unsere einleitenden Bemerkungen), müsste beim Überschreiten eines bestimmten Schwellenwertes eine detaillierte Offenlegung (z.B. in der Form einer Tabelle) mit allen gehaltenen Beteiligungspapieren, Optionen und deren Bedingungen erfolgen (s. dazu auch unseren Vorschlag unter Ziffer 1.5).

1.2 Änderung von Art. 13 Abs. 1 BEHV-EBK: Definition der Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte

Die vorgeschlagenen Erweiterung der Definition der relevanten Wandels-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte ist grundsätzlich zu begrüßen; wir fragen uns aber, wieso diese Definition nicht weiter gefasst wird, sodass jeglicher Transfer von wirtschaftlichem Risiko miterfasst wird. Bei der vorgeschlagene Erweiterung ist z.B. unklar, ob die Total Return Equity Swap Transaktionen, insbesondere wenn diese einen Barausgleich vorsehen, ebenfalls erfasst sind oder nicht.

Art. 13 Abs.1 BEHV-EBK müsste unseres Erachten wie folgt umformuliert werden:

"Der Meldepflicht unterstehen der Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten (beispielsweise Call-Optionen) sowie von Veräusserungsrechten (beispielsweise Put-Optionen) und weitere vertragliche Vereinbarungen, mit denen entweder das wirtschaftliche Risiko an einer Beteiligung erworben oder veräussert wird (beispielsweise Equity Swaps) oder Stimmrechte für eine begrenzte Zeit übertragen werden (beispielsweise Securities Lending)."

Wir sind uns durchaus bewusst, dass man bei sehr restriktiver Auslegung die gesetzliche Grundlage für eine derartige Erweiterung der Meldepflicht in Frage stellen könnte, doch sehen wir in der laufenden Revision des Gesetzgebers ein unmissverständliches Anliegen, diese Meldepflicht möglichst umfassend auszugestalten und damit kann gestützt auf eine geltungszeitliche Auslegung der Bestimmungen im BEHG eine breitere Erfassung von derivativen Finanzinstrumenten durchaus vertreten werden.

**1.3 Art. 13 Abs. 3 BEHV-EBK:
Streichung der Freigrenze**

Die vorgeschlagene Streichung der Befreiung von der Offenlegungspflicht erhöht die Transparenz und ist daher zu begrüssen.

**1.4 Art. 13 Abs. 4 BEHV-EBK:
Ausnahmen von der Meldepflicht**

Mit dem Vorschlag, die bestehende Ausnahme für die indirekte Veräusserung, zu streichen sind wir einverstanden; dies ist eine logische Konsequenz der Erweiterung der Definition der relevanten und damit von der Offenlegungspflicht erfassten Transaktionen.

Hingegen sind wir der Auffassung, dass die praktischen Probleme, welche Effekthändler, die als aktive Emissionshäuser von derivativen Finanzinstrumenten tätig sind, im Rahmen einer gesetzlichen Ausnahmeregelung zu lösen sind. Diese Probleme können unseres Erachtens nicht mit einer "intelligenten" Anpassung der zu erfassenden Transaktionsarten oder durch Freigrenzen gelöst werden, weil die Ausgangslage bei Emissionshäusern grundsätzlich anders ist als bei Investoren. Emissionshäuser sind zumindest mit den Handelsbeständen bestrebt, keine eigenen Risikopositionen einzugehen, dies insbesondere auch beim Optionsgeschäft.

Eine mögliche Lösung sehen wir darin, dass die EBK beaufsichtigten Emissionshäusern auf Antrag eine Ausnahme gewähren kann, damit Emissionshäuser die von ihnen getätigten Transaktionen auch in offenkundiger Hinsicht verrechnen können (ähnlich der Beurteilung beim internen Risikomanagement).

Die EBK kann und sollte die Gewährung einer Ausnahme an strenge Auflagen knüpfen (wie z.B. das Vorhandensein von internen Kontroll- und Compliance-Systemen, regelmässiges Reporting an die EBK, umfassende Auskunftspflicht innerhalb der Fristen für die Offenlegung und auch die Möglichkeit, solche Informationen unverzüglich zu veröffentlichen). Bei Verletzung dieser Auflagen oder dem begründeten Verdacht, dass Emissionshäuser mit einer solchen Ausnahmeregelung die Grundanliegen dieser Offenlegungspflichten umgehen resp. mit Investoren in unerwünschter Weise zusammenwirken oder von solchen zwecks Umgehung von Offenlegungspflichten instrumentalisiert werden, kann die EBK eine solche Ausnahmeregelung jederzeit widerrufen und wohl auch aufsichtsrechtliche Massnahmen gegen das beaufsichtigte Institut ergreifen.

Die Ausnahme kann aber dann nicht in Anspruch genommen werden, wenn beim Emissionshaus die Absicht besteht, das Stimmrecht auszuüben oder dieses im Hinblick auf eine bevorstehende Generalversammlung auf Dritte zu übertragen.

Damit würde zwar einerseits ein engeres Aufsichtsregime für die in diesem Bereich aktiven Emissionshäuser geschaffen, andererseits aber auch eine Flexibilisierung erlaubt, was gerechtfertigt erscheint, nachdem in jüngster Vergangenheit

die Nähe zwischen Investoren und den entsprechenden Emissionshäusern immer wieder Anstoss zu den heiklen Fragen des Handelns in gemeinsamer Absprache gegeben hat.

Eine engere Beaufsichtigung der Emissionshäuser durch die EBK drängt sich auch deshalb auf, weil sich auch mit einem perfektem Offenlegungsrecht die Möglichkeit von informellen Absprachen und des faktischen Zusammenwirkens nicht verhindern lassen. Mit einem engeren Aufsichtsregime lässt sich zumindest vermeiden, dass beaufsichtigte Emissionshäuser an solchen unerwünschten Praktiken beteiligt sind.

Eine solche Ausnahmeregelung könnte unseres Erachtens in Abs. 4 aufgenommen werden und wie folgt formuliert werden:

"Die Aufsichtsbehörde kann beaufsichtigten Emissionshäusern von derivativen Finanzinstrumenten auf deren Antrag hin generell oder in Bezug auf kotierte Beteiligungspapiere einzelner Gesellschaften eine Ausnahme vom Bruttoprinzip der Offenlegungspflichten gewähren, indem ein Verrechnen von Positionen und getätigten Transaktionen im Sinne von Abs. 1 zulässig ist. Eine solche Ausnahmegewilligung ist nur bei ausreichenden internen Kontrollsystemen möglich und nur dann, wenn das gesuchstellende Emissionshaus nicht die Absicht hat, das Stimmrecht auszuüben oder das Stimmrecht an Dritte zu übertragen. Die Aufsichtsbehörde publiziert eine Liste derjenigen Institute, denen eine solche Ausnahme gewährt wurde."

1.5 Art. 17 BEHV-EBK:

Inhalt der Meldung – Zusammensetzung der Beteiligung

Wie bereits oben erwähnt, sollte unseres Erachtens bei dieser Gelegenheit auch der Inhalt der eigentlichen Meldung den neuen Verhältnissen angepasst werden. Dies betrifft insbesondere die Zusammensetzung der Beteiligung, wo die rein zahlenmässigen Angabe von Wandels-, Erwerbs- oder Veräusserungsrechten (resp. der Anzahl der mit diesen verbundenen Stimmrechte) und erst recht bei den weiteren vertraglichen Vereinbarungen (sollten diese wie von uns vorgeschlagen auch mit einbezogen werden) im Ergebnis wenig aussagekräftig ist. Im Gegenteil, solche Angaben können wie dargelegt durchaus auch irreführend sein und wir schlagen deshalb vor, dass zumindest im Zeitpunkt des Überschreitens eines Schwellenwertes eine detaillierte Meldung über die Zusammensetzung der gesamten Beteiligung erfolgen sollte, auch wenn dies wiederum nur eine Momentaufnahme darstellt und sich innerhalb von kurzer Zeit verändern kann. Die engere Ausgestaltung der Schwellenwerte, wie sie zur Zeit im Parlament diskutiert wird, dürfte hier eine zusätzliche Transparenz über die tatsächlichen Beteiligungsverhältnisse schaffen.

Zudem erscheint es uns gestützt auf jüngste Fälle wichtig, dass festgehalten wird, dass wenn schon die volle Meldefrist ausgenutzt wird, dann wenigstens der aktuelle Stand der Beteiligung im Meldezeitpunkt offengelegt wird und nicht nur

(wie heute in der Praxis üblich und erlaubt) der Stand, der am Tag des Überschreitens mit der überschreitenden Transaktion erreicht wurde.

Art. 17 Abs. 1 lit. a BEHV-EBK sollte unseres wie folgt angepasst werden (Änderungen markiert):

- a. *Stimmrechtsanteil, Art und Anzahl der von den beteiligten Personen gehaltenen Beteiligungspapiere oder Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte und vertraglichen Vereinbarungen, mit denen das wirtschaftliche Risiko an einer Beteiligung entweder erworben oder veräussert wird oder Stimmrechte für eine begrenzte Zeit übertragen werden, einschliesslich die Anzahl der damit verbundenen Stimmrechte. Die Offenlegung muss alle wesentlichen Bedingungen von solchen Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechten und von weiteren vertraglichen Vereinbarungen enthalten. Massgebender Stichtag für die Offenlegung ist das Datum der Meldung an die Gesellschaft. Beim Unterschreiten von 5 Prozent kann (.....).*"

Es dürfte sinnvoll sein, die von der SWX Offenlegungsstelle zur Verfügung gestellten Meldeformulare entsprechend anzupassen (insbesondere das Beiblatt).

2 Ermittlung des Angebotspreises

2.1 Art. 37 BEHV-EBK: Börsenkurs

Ökonomisch betrachtet widerspiegelt die neu vorgeschlagene Definition des Börsenkurses besser den Börsenwert der Beteiligungspapiere. In diesem Sinne ist die Ausdehnung der relevanten Zeitspanne von 30 auf 60 Börsentage und die Massgeblichkeit des volumengewichteten Tagesdurchschnittskurses anstelle des Eröffnungskurses begrüssenswert. Die weiteren vorgeschlagenen Änderungen widerspiegeln im Wesentlichen die bereits geltende Praxis und dienen insofern lediglich der Klarheit.

2.2 Art. 38 BEHV-EBK: Preis des vorausgegangen Erwerbs

Die Klarstellung, dass die Voranmeldung für die Abgrenzung des vorausgegangen Erwerbs massgebend ist, ist grundsätzlich zu begrüßen und entspricht im Übrigen der gefestigten Praxis.

Wir möchten indessen vorschlagen, die entscheidende Frage der zeitlichen Abgrenzung zwischen der gesetzlich geduldeten Kontrollprämie beim vorausgegangen Erwerb (Art. 32 Abs. 4 BEHG) und der Anwendung der sog. Best Price Rule (Art. 10 Abs. 6 UEV-UEK) detaillierter zu regeln. Denn ab dem Wirkungszeitpunkt der Voranmeldung kommt wegen der Geltung der Best Price Rule die absolute Gleichbehandlung der Anleger zur Anwendung.

Insbesondere stellte sich in vergangenen Kontrolltransaktionen immer wieder die heikle Frage, ob Blocktransaktionen und der zusätzliche Erwerb von Optionen kurz vor einer formellen Voranmeldung eines öffentlichen Kaufangebots tatsächlich als "vorausgegangener Erwerb" qualifizieren. Es ist durchaus denkbar, dass die formelle Voranmeldung aufgeschoben wird und häufig gibt es auch Anhaltspunkte dafür, dass gewisse Marktteilnehmer (u.a. beauftragte und Emittenten von Optionen) in selektiver Art und Weise vertrauliche Information über ein bevorstehendes öffentliches Übernahmeangebot erhalten, ohne selber an die in einem solchen Fall üblichen Geheimhaltungspflichten und Handelsverbote gebunden zu sein.

Der zeitliche Anwendungsbereich der Best Price Rule beginnt grundsätzlich mit der (rechtswirksamen) Publikation der Voranmeldung. Allerdings ist nach der Praxis der UEK anerkannt, dass auch eine "informelle Ankündigung" eines öffentlichen Übernahmeangebotes die Geltung der Best Price Rule auslösen kann (z.B. eine Pressemitteilung; siehe Empfehlung vom 17. Februar 2003 i.S. Zellweger Luwa, Ziff. 3.3).

Insbesondere dann, wenn ein "vorausgegangener Erwerb" nicht im anonymen Börsenhandel oder von einem Aktionär oder einer organisierten Gruppe von Aktionären (z.B. Familienpool), sondern mittels koordinierten Verkäufen von einer grossen Anzahl von (angeblich) unabhängig agierenden Aktionären erfolgt und allenfalls auch noch mit dem Erwerb von Optionen bei Emissionshäusern kombiniert wird, stellt sich unsers Erachtens die berechtigte Frage, ob das öffentliche Übernahmeangebot ausgewählten Aktionären und/oder Banken nicht vorgängig auf informelle Art und Weise bekannt gegeben wurde. Wenn mehrere ausgewählte Aktionäre oder andere Marktteilnehmer privilegiert vor der Veröffentlichung der formellen Voranmeldung vom Übernahmeangebot wussten bzw. darüber informiert wurden, beansprucht die Best Price Rule aus Gründen der (absoluten) Gleichbehandlung der Aktionäre ab diesem Zeitpunkt Geltung. Das künstliche Hinauszögern der formellen Voranmeldung zum Nachteil unwissender Aktionäre wäre unseres Erachtens in solchen Fällen einer informellen Vorankündigung rechtsmissbräuchlich.

Es muss zwar grundsätzlich zulässig sein, dass der Anbieter vor der Unterbreitung eines Übernahmeangebotes mit Aktionären der Zielgesellschaft Kontakt aufnimmt und diesen allenfalls Aktien vorgängig abkauft. Allerdings ist der Anbieter diesfalls dafür verantwortlich, dass die Geheimhaltung seiner Übernahmeabsicht gewährleistet bleibt (was der Anbieter z.B. über eine Vertraulichkeitserklärung, in aller Regel verbunden mit einem Handelsverbot, sicherstellen kann). Kommt der Anbieter im Falle einer informellen Vorankündigung seines Angebotes seiner Verpflichtung zur Gewährleistung der Geheimhaltung seines Übernahmeplans nicht nach, muss aus Gründen der absoluten Gleichbehandlung der Aktionäre der Zielgesellschaft die Best Price Rule ab dieser informellen Ankündigung seines Übernahmeangebotes gelten. Nur diese Regelung stellt sicher, dass der materielle Gehalt der Best Price Rule im Sinne der Sicherstellung der absoluten Gleichbe-

handlung der Aktionäre der Zielgesellschaft zur Anwendung gelangt resp. seine volle Wirksamkeit im Interesse der Aktionäre der Zielgesellschaft entfalten kann.

Aufgrund dieser Überlegungen schlagen wir vor, Art. 38 Abs. 1 BEHV-EBK wie folgt zu ergänzen:

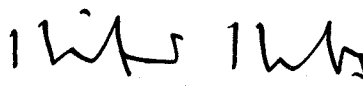
"(.....). Werden Aktienpakete vom Anbieter weniger als 30 Börsentage vor der Veröffentlichung der Voranmeldung börslich oder ausserbörslich von einem bestimmten Aktionär erworben, so gilt dieser Erwerb nur dann als vorausgegangener Erwerb, wenn der Anbieter nachweisen kann, dass der Anbieter seiner Verpflichtung zur Gewährleistung der Geheimhaltung und der Verhinderung des Ausnützens der vertraulichen Informationen über das bevorstehende öffentliche Übernahmeangebot in genügender Weise nachgekommen ist."

Wir hoffen, dass Sie diese Stellungnahme und vor allem auch die konkreten Vorschläge im Rahmen der weiteren Bearbeitung dieser Revision der Börsenverordnung-EBV wohlwollend berücksichtigt werden und wir sind gerne bereit, diese Vorschläge im Rahmen eines Gesprächs noch weiter zu erläutern.

Mit freundlichen Grüssen



Urs Brügger



Dieter Dubs