

Eidgenössische Bankenkommision
Börsen und Märkte
Frau Michèle Maurer
Schwanengasse 12
Postfach
3001 Bern

7. Mai 2007 DAD | DIB

INTERN | DAD | GA | PT BFR | 000073.doc

Dr. iur. Daniel Daeniker
Rechtsanwalt

Homburger Rechtsanwälte
Weinbergstrasse 56 | 58
CH-8006 Zürich
Postfach 338 | CH-8035 Zürich
Telefon +41 43 222 10 00
Fax +41 43 222 15 00
daniel.daeniker@homburger.ch

Teilrevision der BEHV-EBK

Sehr geehrte Frau Maurer

Gerne komme ich namens der Kanzlei Homburger Rechtsanwälte Ihrer Einladung vom 18. April 2007 nach, die Teilrevision der BEHV-EBK zu kommentieren. Unsere Stellungnahme ist wie folgt:

1. Erweiterung der meldepflichtigen Geschäfte

Art. 13 Abs. 1 lit. a und b BEHV-EBK erweitert in sachlicher Hinsicht die meldepflichtigen Geschäfte. Nach bisheriger gesetzlicher Regel waren nur diejenigen Optionsgeschäfte meldepflichtig, die im Endeffekt zu einem *effektiven Erwerb* von Beteiligungsrechten führen konnten:

- Erwerb von Call Optionen, die eine Realerfüllung zulassen
- Schreiben von Put Optionen, die eine Realerfüllung zulassen.

In beiden Fällen würde bei Ausübung der Option – durch den Berechtigten der Call Option bzw. die Gegenseite bei der Put Option – die potenziell meldepflichtige Position der betroffenen Partei erhöht.

Neu soll nun auch der Erwerb von Veräusserungsrechten sowie das Schreiben von Call Optionen meldepflichtig sein. Es werden also auch Optionsgeschäfte erfasst, die auf die *Veräusserung von Beteiligungsrechten* abzielen. Davon abgesehen soll auch der Erwerb von Call Optionen, die ein Cash Settlement zulassen, ebenso meldepflichtig sein wie der Erwerb von Put Optionen, die ein Cash Settlement zulassen.

Im Einzelnen ist dazu Folgendes auszuführen:

1. Es ist folgerichtig und zu begrüßen, dass das Erfordernis der Realerfüllung nicht mehr in der Verordnung Eingang findet. Wer – vorab bei nicht liquiden Aktien – eine Call Option erwirbt, zwingt letztlich die Gegenseite dazu, sich entsprechend abzusichern. Das Absicherungsgeschäft der Gegenseite erfolgt durch Transaktionen in den betroffenen Beteiligungsrechten, womit die betroffenen Titel gewissermassen indirekt blockiert sind. Damit besteht zwischen einer *cash settled* Option und einer durch Realerfüllung glattgestellten Option in der Realität regelmässig kein Unterschied.
2. Etwas kritischer zu beurteilen ist dagegen der Vorschlag, den Erwerb von Veräusserungsrechten sowie das Schreiben von Erwerbsrechten der Meldepflicht zu unterstellen. Wirtschaftlich betrachtet führen beide Arten von Geschäften potenziell – nämlich für den Fall, dass die Option ausgeübt wird – zu einer Reduktion einer Beteiligung des Erwerbers der Put-Option bzw. des Schreibers der Call-Option. Damit müssten also erworbene Put-Optionen bzw. geschriebene Call-Optionen von der effektiv (long) gehaltenen Position im Beteiligungsrechten *abgezählt* werden, was zu einer Reduktion der meldepflichtigen Beteiligung führt. Die Verordnung müsste dies entsprechend präzisieren.

Problematisch ist bei der so verstandenen Offenlegung von Optionsgeschäften allerdings, dass die Wahrscheinlichkeit der Optionsausübung nur dann beurteilt werden kann, wenn die Bedingungen der Ausübung der Option – insbesondere der Ausübungspreis – bekannt sind. Ansonsten besteht ein gewisses Missbrauchspotenzial: Ein Marktteilnehmer könnte z.B. 8 % Aktien der

X-AG zum Preis von CHF 100 pro Aktie erwerben, und gleichzeitig seine Beteiligung durch Schreiben von Call-Optionen auf 3.1 % Aktien der X-AG mit kurzer Laufzeit und einem sehr hohen Ausübungspreis, z.B. CHF 1'000 pro Aktie (oder durch Erwerb von Put-Optionen auf 3.1 % Aktien der X-AG mit kurzer Laufzeit und einem sehr tiefen Ausübungspreis, z.B. CHF 10) wieder künstlich auf weniger als 5 % reduzieren.

Art. 17 BEHV-EBK enthält zurzeit keine entsprechende Vorgaben, wohl weil bei direkten Geschäften in Beteiligungspapieren i.d.R. eine Vermutung dafür besteht, dass die Preisstellung den Marktpreisen folgt. Bei Optionsgeschäften ist dies nicht notwendigerweise der Fall, kann doch der Ausübungspreis beliebig hoch oder tief angesetzt werden. Um Transparenz zu schaffen und Missbräuche zu vermeiden, ist gegebenenfalls hier angezeigt, Klarheit zu schaffen.

2. Streichen der *de-minimis*-Klausel für Optionsgeschäfte

Nach geltendem Recht kann ein Aktionär eine Long Position von 4.99 % und zusätzlich eine Call Option von 4.99 % der Beteiligungsrechte einer börsenkotierten Gesellschaft erwerben, ohne meldepflichtig zu werden. Wirtschaftlich gesehen besteht aber kein relevanter Unterschied zwischen einer amerikanischen Call Option und einer Long Position. Die in der Finanzpresse intensiv diskutierte Missbrauchsfälle sind hinlänglich bekannt. Die Streichung von Absatz 3 ist damit vorbehaltlos zu begrüssen.

3. Ermittlung des Angebotspreises

Art. 37 Abs. 2 BEHV-EBK soll in zweierlei Hinsicht geändert werden: Anstelle des Eröffnungskurses soll der volumengewichtete Durchschnittskurs (**VWAP**) als Basis für die Berechnung des Börsenkurses verwendet werden, und die Frist wird von 30 auf 60 Tage verlängert.

Ob für die Ermittlung der Durchschnittskurse der Eröffnungskurs oder der VWAP die sinnkräftigere Grösse ist, müsste wohl eine Bank be-

antworten können. In der Praxis wird der VWAP in der Tat immer häufiger den Eröffnungs- oder Schlusskursen vorgezogen.

Kritisch zu beurteilen ist dagegen die Verlängerung des Zeitfensters von 30 auf 60 Tage. Vor allem in stark steigenden oder stark fallenden Märkten führt die Verlängerung des Zeitfensters letztlich dazu, dass der Durchschnittskurs erheblich vom Börsenkurs kurz vor Ankündigung abweicht. Die Verlängerung der Frist für die Berechnung der Durchschnittskurse führt dementsprechend dazu, dass sich der *best price* nach Verordnung noch weiter vom letzten Tageskurs entfernt, als dies heute der Fall sein kann. Eine Verlängerung der relevanten Zeitperiode ist dementsprechend unseres Erachtens abzulehnen.

4. Bericht der Prüfstelle

Vorschlag zu einer redaktionellen Änderung in Art. 37 Abs. 3:

"Die Prüfstelle ... hat in ihrem Bericht zu bestätigen, dass die Bereinigung von erheblichen Kurseinflüssen durch die Gesellschaft plausibel und vertretbar ist."

Wir sind der Meinung, dass die Prüfstelle bei ihrer Nachprüfung der Bereinigung erheblicher Kurseinflüsse nicht allzu sehr ins Detail gehen soll. Dementsprechend empfiehlt sich eine abgeschwächte Formulierung.

In Abs. 4 geht es u.E. zu weit, eine Bewertung der Prüfstelle zu verlangen. In den meisten Fällen dürfte eine Bewertung durch den Anbieter oder des Finanzberater ausreichen, und die Aufgabe der Prüfstelle sollte sich u.E. wiederum darauf beschränken zu bestätigen, dass die der Bewertung zugrunde liegenden Annahmen plausibel und vertretbar sind

6. Artikel 38: Preis des vorausgegangenen Erwerbs

Keine Bemerkungen zu Absatz 1.

Absatz 4 sollte im selben Sinne abgeändert werden wie Art. 37 Abs. 3.

* * *

Wir hoffen, Ihnen mit den vorstehenden Ausführungen gedient zu haben. Für weitere Fragen stehen wir gerne zur Verfügung. In diesem Sinne verbleibe ich

mit vorzüglicher Hochachtung


Dr. Daniel Daeniker

Kopie an: Dr. René Bösch
Dr. Benedikt Maurenbrecher