

Eidgenössische Bankenkommission
Herrn Thomas Hess
Schwanengasse
CH-3001 Bern

thomas.hess@ebk.admin.ch

Basel, 15. Oktober 2007
A.33.4 / CWI/ISE

Anhörung Teilrevision BEHV-EBK per 1. Dezember 2007

Sehr geehrter Herr Präsident
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir nehmen Bezug auf Ihr Schreiben vom 2. Oktober 2007, mit dem Sie den Entwurf einer Teilrevision Ihrer Börsenverordnung (BEHV-EBK) den interessierten Kreisen zur Stellungnahme unterbreiten. Es handelt sich um den zweiten Schritt der Anpassung dieser Verordnung an den revidierten Art. 20 des Börsengesetzes (BEHG), der am 1. Dezember 2007 in Kraft treten wird.

Im Wesentlichen halten wir uns an die Grundlinie der Stellungnahme vom 7. Mai 2007: http://www.swissbanking.org/20070507-3220-ver-boersenrecht_meldepflicht_offenlegung_version_def-aba.pdf

Zusammenfassung

Die Revision sollte stärker am gesetzlichen Leitmotiv orientiert werden (Meldepflicht für Transaktionen „**im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot**“). Wir ersuchen Sie, den Text nochmals zu überarbeiten (vgl. auch die Eingabe des Schweizerischen Verbands für Strukturierte Produkte).

Die **weite Ausdehnung der Meldepflicht** in Art. 13 Abs. 1 Bst. c - insbesondere auf strukturierte Produkte - verbunden mit der ausufernden „Topflösung“ in Art. 13 hätte zur Folge, dass die Neuregelung nicht mit vernünftigem Aufwand und v.a. nicht in- nert der vorgesehenen Übergangsfrist umgesetzt werden könnte. Wir bitten Sie, hiezu unsere Vorschläge, die sich am Willen des Gesetzgebers und Ziel der Revisi- on von Art. 20 BEHG orientieren, zu berücksichtigen.

Die **getrennte Meldepflicht für Erwerbs- und Veräusserungsrechte** („Topflösung“, Art. 13 Abs. 5 und 6) gibt es auf keinem Finanzplatz von Bedeutung. Ihre Umsetzung wäre mit unverhältnismässigem Aufwand verbunden, der sich durch die höchst bescheidene Mehrinformation auf keinen Fall rechtfertigen liesse. Wir bitten Sie deshalb, auf diese schweizerische „Sonderlösung“ zu verzichten.

Dasselbe gilt für die **Meldepflicht von Blocktransaktionen**, soweit es sich um Inerttagsgeschäfte handelt (Art. 20a). Sie dürfte in der Praxis Mehrfachmeldungen zur Folge haben und dadurch wiederum die Transparenz verschlechtern. Wir bitten Sie, darauf zu verzichten.

Für die Umsetzung der Neuerungen innerhalb der vorgesehenen Frist unabdingbar, dass die **Ausführungsbestimmungen der Offenlegungsstelle** möglichst gleichzeitig mit der Verordnung erscheinen.

Bei der **Wertschriftenleihe und den Sicherungsgeschäften** (Art. 12) sollte nicht auf die vertragliche Regelung des Stimmrechts, sondern auf die Absicht zu seiner Ausübung abgestellt werden, wie es internationaler Usanz auf den Finanzplätzen entspricht.

Die **Bankenfreigrenze für Handelsbestand, Leih- und Sicherungsgeschäfte** (Art. 20b, Abs. 1 Bst. a und b) muss nicht mit dem untersten Meldegrenzwert von 3% übereinstimmen; dafür gibt es keinen überzeugenden Grund. Wir schlagen vor, die Freigrenze nach den massgeblichen EU-Vorbildern (Transparenzrichtlinie, Deutschland und Grossbritannien) bei 5% festzulegen.

1. Allgemeines und Grundsätzliches

Wie schon in unserer Stellungnahme vom 7. Mai 2007 begrüssen wir die von Art. 20 BEHG angestrebte, verbesserte Transparenz bei der Offenlegung von Beteiligungen. Die Konkretisierung dieses Gesetzesartikels hat einerseits den rechtsstaatlichen Prinzipien der Gesetzesgrundlage, Verhältnismässigkeit, Wirksamkeit und Zielbezogenheit zu genügen, andererseits, wie Art. 20 Abs. 5 letzter Satz BEHG festhält, international anerkannte Standards berücksichtigen. In diesem Sinn ist unsere nachfolgende Stellungnahme zu verstehen.

Dabei muss der informatorische „Mehrwert“ aus der Sicht der Anlegerinnen und Anleger ausschlaggebend sein, wie es auch Art. 1 BEHG verlangt. Die Meldepflicht soll dem Markt Kenntnisse, nicht Ahnungen und Aufregungen verschaffen. Sie soll aber auch nicht den Banken und Effekthändlern Verfahren vorschreiben, deren Aufwand in keinem sinnvollen Verhältnis zur Information für die Anlegerinnen und Anleger stände, also den Grundsatz der Verhältnismässigkeit verletzt (Art. 5 Abs. 2 der Bundesverfassung). Das ist ein Gebot der verfassungskonformen Auslegung von Gesetzen, also auch von Art. 20 BEHG.

Soweit der Entwurf namentlich über Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG hinausgeht, der als indirekten Erwerb von Aktien auch Finanzinstrumente einbezieht, die es ermöglichen, Beteiligungstitel „im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben“, fehlt ihm die ge-

gesetzliche Grundlage (Art. 182 Abs. 1 der Bundesverfassung). Es wäre deshalb u.E. gesetzwidrig, strukturierte Produkte, bei denen der Beteiligungserwerb nicht vom Entsch eid des Anlegers, sondern von einer Entwicklung des Marktes abhängt (s. unsere Bemerkungen zu Art. 13 und 20b), der Meldepflicht zu unterstellen.

Aus den parlamentarischen Beratungen zum revidierten Art. 20 BEHG folgt, dass in erster Linie die Standards der Europäischen Union wegleitend sein sollen (Voten Ger mann und Schweiger, Amtliches Bulletin des Ständerates 2007, S. 419). Daran richten auch wir unsere Vorschläge aus.

2. Bemerkungen zu einzelnen Artikeln

a) Art. 12 E-BEHV-EBK (Leih- und vergleichbare Geschäfte)

Abs. 2, wonach jene Vertragspartei meldepflichtig sein soll, die über das Stimmrecht verfügt, „ob ausübbar oder nicht“, ist ungenau und läuft gängigen Standards auf dem Markt zuwider. Grundsätzlich geht das Stimmrecht immer auf den Borrower über.

Der international verbreitetste SLB-Vertrag, das GMSLA (Global Master Securities Lending Agreement) der in London ansässigen ISLA (International Securities Lending Association), erlaubt zwar, dass der Lender dem Borrower Weisungen zur Ausübung des Stimmrechts gibt, doch ist der Borrower nicht an solche Weisungen gebunden. Auch sind derartige Weisungen äusserst unüblich auf dem Markt, nicht zuletzt wegen der damit u.U. verbundenen Interessenkonflikte und Reputationsrisiken. Deshalb ruft i.d.R. die ausgeliehenen Titel zurück, wer das in ihnen verbriefte Stimmrecht ausüben will. Die Realität sieht mithin anders aus als das juristisch Mögliche. Dem sollte die BEHV-EBK Rechnung tragen und nicht schon aus der Möglichkeit einer Stimmrechtsausübung oder Weisungserteilung eine Meldepflicht ableiten.

Auch kann sich eine Bank Effekten borgen, um sie gleichzeitig auf dem Markt wieder auszuleihen. Sie tritt dann als Principal auf, hat jedoch einen Nettobestand von Null und übt die Stimmrechte nicht aus. Für diesen Fall wäre mindestens im Kommentar zu präzisieren, dass die Meldepflicht beim Veräusserer oder Erwerber, aber nicht beim Intermediär liegt. Fälle, in denen der Nettobestand der Bank vorübergehend von Null abweicht, sind von Art. 20b Abs. 1 Bst. 2 abgedeckt.

Dieselben Überlegungen gelten - mutatis mutandis - beim Repo-Geschäft.

Vorschlag:

Aus diesen Gründen sollte in Art. 12 - analog zu Art. 20b Abs. 2 - nicht die Möglichkeit, sondern die **Absicht** zur Ausübung des Stimmrechts massgebend sein.

b) Art. 13 Abs. 1 und 1^{bis} E-BEHV-EBK (meldepflichtige Finanzinstrumente)

Der Einbezug von „Finanzprodukten und strukturierten Finanzprodukten, die rechtlich keinen unmittelbaren Anspruch auf Beteiligungspapiere vermitteln“ in Abs. 1 Bst. c entbehrt einer gesetzlichen Grundlage, geht über das vom Regelungszweck her Begründ-

bare hinaus und ist unverhältnismässig. Das Gesetz richtet sein Augenmerk in Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG auf öffentliche Kaufangebote. Entsprechend haben sich verschiedene Parlamentarier anlässlich der Beratung von Art. 20 BEHG geäußert (Voten Schneider und de Buman, Amtliches Bulletin des Nationalrates 2007, S. 105-106; Votum Ger-mann, Amtliches Bulletin des Ständerates 2007, S. 416).

Die jetzige Formulierung von Art. 13 Abs. 1 Bst. c schießt über das so verstandene Ziel des Gesetzgebers weit hinaus. Denn gerade bei strukturierten Produkten ent-scheidet oft nicht der Anleger, sondern der Markt, inwieweit gestützt darauf Beteili-gungstitel erworben werden können. Solche Instrumente haben den Charakter einer ökonomischen Wette und sind ungeeignet, anonym eine Beteiligung aufzubauen.

Angesichts der grossen Vielfalt strukturierter Produkte, die laufend im Markt erschei-nen, ist es der Bank so gut wie unmöglich, deren Valorenstammdaten richtig zu erfassen und für die Meldepflicht zuverlässig dem entsprechenden „Topf“ zuzuordnen.

Auf keinem uns bekannten Finanzplatz - bspw. auch nicht in London - besteht eine vergleichbare Pflicht, strukturierte Produkte in ihre Komponenten aufzulösen und in die Beteiligungsmeldungen einzubeziehen.

Sollte ausnahmsweise ein strukturiertes Produkt dem verdeckten Beteiligungserwerb dienen, müsste es zu diesem Zweck „tailor-made“, also ein manifester Missbrauch sein und wäre folglich als Umgehung sanktionierbar.

Vorschlag:

Aus diesen Überlegungen schlagen wir vor, die strukturierten Produkte von der Melde-pflicht auszunehmen und Art. 13 Abs. 1 Bst. c wie folgt **neu zu fassen**: „der Erwerb oder die Veräusserung von Finanzinstrumenten jeglicher Art, die rechtlich keinen un-mittelbaren Anspruch auf Beteiligungspapiere vermitteln, es dem Berechtigten aber ermöglichen, Beteiligungsrechte wirtschaftlich oder auf andere Weise im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben.“

Art. 13 Abs. 1^{bis} sollte nach unserer Auffassung **gestrichen** werden, da er keine über Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG hinausgehende Präzisierung leisten kann (und auch nicht muss, wenn in Abs. 1 der Begriff der strukturierten Produkte wegfällt).

c) Art. 13 Abs. 5, 6 und 7 E-BEHV-EBK (getrennte Meldung von Erwerbs- und Veräusse-rungsrechten)

Wir sind nach wie vor - und nach jüngsten Abklärungen erst recht - der Auffassung, dass die nach „Töpfen“ getrennte Meldung von Erwerbs- und Veräusserungsrechten, zumal unter Einrechnung der strukturierten Produkte (s. vorstehend Bemerkungen zu Art. 13 Abs. 1 Bst. c und Abs. 1^{bis}):

- für die Anlegerinnen und Anleger zu keiner aussagekräftigen Mehrinformation führte,

- sehr wohl aber den Banken in Anbetracht der Komplexität der nach Art. 13 Abs. 1 Bst. c meldepflichtigen Instrumente einen unverhältnismässigen Überwachungsaufwand brächte,
- auf keinem uns bekannten Finanzplatz in dieser Weise stattfindet und schliesslich
- von Art. 20 BEHG gar nicht verlangt wird.

Besonders gravierend erscheint das bei strukturierten Produkten, wo sich die Gewichtung erwerbs- und veräusserungsrechtlicher Komponenten während der Laufzeit ändern kann. Entsprechend müssten die Meldedaten solcher Produkte laufend überwacht und ständig neu berechnet werden, was die Regelung vollends unverhältnismässig werden liesse.

Vor diesem Hintergrund erachten wir eine nach Erwerbs- und Veräusserungsrechten getrennte Meldepflicht (Regelung mit zwei „Töpfen“) für grundsätzlich fragwürdig und nur umsetzbar, wenn (s. vorstehend Bemerkungen zu Art. 13 Abs. 1 und 1^{bis})

- sie einerseits auf Geschäfte im Zusammenhang mit einer Übernahme beschränkt wird, wie es dem Willen des Gesetzgebers und Wortlaut des Gesetzes entspricht,
- andererseits die strukturierten Produkte ausgeklammert bleiben.

Vorschlag:

Art. 13 Abs. 5 ist durch den Nebensatz zu **ergänzen**: „wenn es im Zusammenhang mit einem öffentlichen Kaufangebot steht.“

In Art. 13 Abs. 5 und 6 ist der Begriff „(strukturierte) Finanzprodukte“ zu **ersetzen** durch „Finanzinstrumente nach Art. 13 Abs. 1 lit. c“.

Soweit in derartigen Instrumenten etwa bedingte Optionen enthalten sind, müsste aus praktischen Überlegungen gelten, dass die **Bedingungen für die Meldepflicht unbeachtlich** bleiben.

Schliesslich ist es wichtig für die Ernsthaftigkeit und Umsetzbarkeit einer solchen Regelung, dass die Präzisierungen der Offenlegungsstellen gemäss Art. 13 Abs. 7 **umgehend publiziert** werden oder eine längere Übergangsfrist unabdingbar wird.

d) Art. 14 Bst. d E-BEHV-EBK (zusätzliche Meldepflicht für Aktien ohne Einrechnung der „Finanzinstrumente“)

Diese Bestimmung kommt der Bildung eines dritten „Topfes“ meldepflichtiger Titel gleich. Im Grund bedeutet sie das Eingeständnis, dass die Regelung gemäss Art. 13 für die Anlegerinnen und Anleger kontraproduktiv ist, also durch eine Zusatzmeldung „korrigiert“ werden muss. Dadurch erhöht sich die Komplexität der Meldungen und der dafür von den Banken zu erbringende Aufwand. Dies lässt sich unter dem Gesichtspunkt der Verhältnismässigkeit nicht begründen.

Wir ziehen eine Vereinfachung von Art. 13 vor (s. unsere dortigen Bemerkungen).

Vorschlag:

Entsprechend schlagen wir vor, Art. 14 Bst. d zu **streichen**.

e) Art. 16 E-BEHV-EBK (kollektive Kapitalanlagen)

Wir schlagen vor, diese Bestimmung noch klarer zu fassen und besser an den Wortlaut des Kollektivanlagengesetzes (KAG) anzulehnen.

Vorschlag:

Entsprechend ist Art. 16 Abs. 1 wie folgt zu **ergänzen**: „... Bei einer fremdverwalteten SICAV hat die Fondsleitung die Meldepflichten für diese zu erfüllen. Für Fondsleitungen in einem Konzern besteht keine konsolidierte Meldepflicht mit dem Konzern“ (vgl. Erläuterungsbericht EBK, S. 6).

In Art. 16 Abs. 1^{ter} sollte der Begriff „Umbrella-Fonds“ **ersetzt** werden durch „offene kollektive Kapitalanlagen mit Teilvermögen“, was u.E. auch die SICAV gemäss Art. 94 KAG einbezöge.

f) Art. 17 E-BEHV-EBK (Angaben der Meldung)

Art. 17 Abs. 1^{bis} umschreibt die bei Finanzinstrumenten gemäss Art. 13 zu machenden Angaben. Die nicht abschliessende Natur der Aufzählung verunmöglicht eine rasche Bildung von Rechtssicherheit. Bei OTC gehandelten Instrumenten, v.a. strukturierten Produkten werden die Banken oft nicht in der Lage sein, deren Valorenstammdaten zuverlässig zu erfassen und fehlerfrei den verschiedenen „Töpfen“ zuzuweisen.

Wir verweisen deshalb auf unseren Vorschlag zu Art. 13, die strukturierten Produkte auszunehmen.

g) Art. 19 E-BEHV-EBK (Publikation der Meldungen)

Vorschlag:

Wir schlagen vor, die in Abs. 1 und 1^{bis} vorgesehene Variante einer Publikation im Schweizerischen Handelsamtsblatt (SHAB) zu **streichen**. Sie ist nicht mehr zeitgemäss und aus Anlegersicht eine reine Fiktion.

h) Art. 20a E-BEHV-EBK (Innertagsgeschäfte)

Hiezu schicken wir voraus, dass eine Meldepflicht bei Innertagsgeschäften vom Gesetzgeber nicht angeordnet wurde, sondern auf einer umstrittenen Gesetzesauslegung beruht, die wir nicht teilen. In dieser Frage und Hinsicht ist der Gesetzestext für unterschiedliche Auslegungen offen. Berücksichtigen wir die Rechtsvergleichung als „fünfte

Auslegungsmethode“ (Peter Häberle)¹, stellen wir sodann fest, dass etwa London, das zu Vergleichen oft herangezogen wird, keine solche Regelung kennt (sondern lediglich im Zusammenhang mit den „Prior Approval Requirements“ vor Überschreiten des Grenzwertes von 10%, § 178 Companies Act).

Praktisch kommt hinzu, dass in Art. 20a geregelten Blocktransaktionen regelmässig auch in die Transaktionsmeldepflicht einfließen und so die Gefahr laufen, doppelt gemeldet zu werden. Das wiederum dient nicht der Offenlegung eines Geschäfts, sondern der Verwirrung des Marktes.

Sodann ist der Begriff der „Blocktrades“ zu offen, um Rechtssicherheit in der Frage zu schaffen, welche aufgrund internationaler Usanz getätigten Geschäfte darunter fallen. Auch in den Regelwerken der Übernahmekommission und der Schweizer Börse findet sich keine Umschreibung mit der nötigen Klarheit.

Vorschlag:

Wir schlagen deshalb vor, auf eine gesonderte Meldepflicht für Blocktransaktionen zu **verzichten**, soweit sie nach international anerkannten Standards abgewickelt werden.

Im Übrigen sind wir der Meinung, dass eine Meldepflicht für Blocktransaktionen, sollte sie gleichwohl eingeführt werden, nur jene seltenen Transaktionen erfassen darf, die auf beiden Seiten ein „Block“ sind (Verkauf eines Aktienpakets über die Bank bzw. den Effekthändler). Wird ein Aktienpaket unter mehrere, nicht miteinander verbundene Käufer unterhalb der Meldeschwelle gestreut (also aufgelöst), liegt u.E. keine Blocktransaktion vor, die eine Sondermeldung rechtfertigte.

Schliesslich wäre an geeigneter Stelle (z.B. im Begleitbericht) **klarzustellen**, dass bei solchen, „beidseitigen“ Blocktransaktionen Käufer und Verkäufer, aber nicht der Intermediär (die Bank bzw. der Effekthändler) meldepflichtig sein kann.

i) Art. 20b E-BEHV-EBK (Freigrenzen für Banken und Effekthändler)

Zunächst begrüssen wir diese Ausnahmeregelung, die im Grundsatz den Vorgaben des EU-Rechts entspricht.

Allerdings befürworten wir klar eine höhere Freigrenze von jeweils 5%, wie auch in der EU-Transparenzrichtlinie vorgesehen. Weshalb die Grenzwerte für die Schweiz „einheitlich“ bei 3% liegen müssten, ist für uns nicht nachvollziehbar. Denn die niedrigere Grenze in Art. 20 BEHG ist von ihrem Zweck her auf Kundengeschäfte zugeschnitten, wogegen es hier im Wesentlichen um Eigengeschäfte der Bank geht. Die Dreiprozentschwelle hat zum Ziel, die Transparenz auf dem Kapitalmarkt zu verbessern; die Ausnahmeschwelle hier dient der Vermeidung administrativer Leerläufe bei den Banken. Zumal Wertpapierleihe und Sicherungsgeschäfte (Art. 20b Abs. 1 Bst. b) sind Geschäft-

¹ Peter Häberle, Grundrechtsgeltung und Grundrechtsinterpretation im Verfassungsstaat - Zugleich zur Rechtsvergleichung als „fünfter“ Auslegungsmethode, in: Ders., Rechtsvergleichung im Kraftfeld des Verfassungsstaates, Methoden und Inhalte, Kleinstaaten und Entwicklungsländer, Berlin 1992, S. 36-40; Peter Häberle, Europäische Verfassungslehre, S. 250-261.

te mit grossen Volumina, bei denen eine zu niedrig angesetzte Freigrenze ihren Zweck nicht erfüllt. Schliesslich soll nach dem schweizerischen Entwurf das Market Making im Handelsbestand aufgehen, derweil nach EU-Recht für beide Kategorien je die Freigrenze gilt, also doppelt soviel Spielraum zur Verfügung steht. Auch das ist ein Grund gegen die allzu tiefe Festsetzung des Grenzwerts bei 3%.

So kennen auch andere Finanzplätze der EU insoweit Differenzierungen, etwa:

- Deutschland (unterster Grenzwert bei 3%, Bankenfreigrenze höher, § 23 Wertpapierhandelsgesetz) und
- Grossbritannien (unterster Grenzwert bei 3%, Bankenfreigrenze höher, für Market Making sogar bei 10%).

Vorschlag:

Wir schlagen vor, die Freigrenze in Art. 20b Abs. 1 Bst. a und b **auf je 5% festzusetzen**.

Bei der Freigrenze für den Handelsbestande gehen wir davon aus, der Begriff sei gemäss Rz. 233 RRV-EBK zu verstehen.

Bei der Freigrenze für Wertpapierleihe und Sicherungsgeschäfte wäre sinnvollerweise festzuhalten, dass sie für das einzelne Institut, nicht für den Konzern und auch nicht unter Einbezug von Beneficial Ownerships gilt.

Beim Clearing and Settlement (Art. 20b Abs. 1 Bst. c) gehen wir davon aus, dass die Formulierung „während höchstens drei Börsentagen“ im Sinn von drei Börsentagen nach dem Abschluss zu verstehen ist („T+3“; so auch Art. 5 der EU-Umsetzungsrichtlinie 2007/14/EG vom 8. März 2007).

j) Art. 46a E-BEHV-EBK (Übergangsregelung)

Vorschlag:

Wir ersuchen Sie, zu **präzisieren**, dass neu erfasste Finanzinstrumente nicht schon am 1. Dezember 2007, sondern erst bei Ablauf der Übergangsfrist gemeldet werden müssen. Andernfalls wäre mit fehlerhaften und nachbesserungsbedürftigen Meldungen zu rechnen.

Ausserdem sollte präzisiert werden, ob nur Transaktionen die Meldepflicht auslösen, oder bereits die schlichte Existenz von Beständen, deren Erwerb unter neuem Recht die Meldepflicht ausgelöst hätte.

Die Übergangsfrist erscheint für die Umsetzung der komplexen Neuerungen als zu knapp. Sie sollte mindestens **bis zum 29. Februar 2008** dauern. Zudem sollte die Offenlegungsstelle oder die EBK auf besonderes Gesuch in begründeten Fällen eine

Ausnahme bewilligen können. Wir schlagen folgende Ergänzung vor: „In besonders begründeten Fällen kann die Offenlegungsstelle für die Umsetzung der neuen Vorschriften längstens bis zum 31. Mai 2008 Ausnahmen bewilligen.“

Freundliche Grüsse
Schweizerische Bankiervereinigung

sig. Renate Schwob

sig. Christoph Winzeler