

Eidgenössische Bankenkommission
Börsen und Märkte
Herr Thomas Hess
Postfach
CH-3001 Bern

thomas.hess@ebk.admin.ch

Basel, 4. August 2008
A.33.4 / CWI/ISE

FINMA-Börsenverordnung (BEHV-FINMA) und Übernahmeverordnung (UEV)

Sehr geehrter Herr Präsident
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir nehmen Bezug auf Ihr Schreiben vom 20. Juni 2008, mit dem Sie uns die Entwürfe der neuen BEHV-FINMA und UEV zur Stellungnahme unterbreitet haben. Für die Gelegenheit, uns aus der Sicht der Finanzwirtschaft hiezu äussern zu können, danken wir Ihnen und hoffen auf die wohlwollende Berücksichtigung unserer nachstehend begründeten Anliegen.

Das Wichtigste zur BEHV-FINMA

Grundsätzlich begrüssen wir die **verbesserte Transparenz** bei der Offenlegung von Beteiligungen. Deshalb sind wir an einer klaren und sauberen Regelung interessiert, die praktikabel umgesetzt werden kann.

Die Neuregelung der Meldepflicht (v.a. in Art. 12 und 13 E-BEHV-FINMA) bringt für unsere Mitglieder einen **grossen Umstellungsbedarf**. Die Erfassung der meldepflichtigen Vorgänge wird automatisiert zu erfolgen haben. Je nach Institut wird dafür - aller Voraussicht nach - mehr Zeit nötig sein als vorgesehen. Deshalb schlagen wir ein Inkrafttreten am 1. Juli 2009 vor (Art. 50 E-BEHV-FINMA).

Die BEHV-FINMA ist unseres Erachtens noch eindeutiger, als es der Entwurf vorsieht, am **Leitbild von Art. 20 Abs. 2^{bis} des Börsengesetzes** („Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben“) auszurichten (Art. 13 Abs. 2-4 E-BEHV-FINMA). Das gilt umso mehr, als die Strafdrohung in Art. 41 BEHG zumindest auf Verordnungsebene die Herstellung einer gewissen Bestimmtheit des Tatbestandes verlangt.

Auch erscheint uns die **Gleichbehandlung der Sicherungsübereignung mit SLB- und Repo-Geschäften verfehlt** (Art. 12 und 16a Abs. 1 Bst. b E-BEHV-FINMA). Stattdessen sollte - z.B. nach britischem Vorbild - für alle Sicherungsgeschäfte (Collaterals) eine Ausnahme von der Meldepflicht gelten (neuer Art. 16a Abs. 1 Bst. d E-BEHV-FINMA).

Nachdem die Verordnung - gestützt auf Art. 20 BEHG - einen ausserordentlich hohen Grad an Komplexität ins Melderecht gebracht hat und weiterhin bringen wird, ist aus unserer Sicht eine **Grenze der Verhältnismässigkeit** erreicht. Das gilt bspw. auch bei Transaktionen in eigenen Effekten, wo die heutige Frist von 4 plus 2 Tagen künftig erst recht nötig sein wird (neuer Art. 18 Abs. 3 E-BEHV-FINMA).

I. Einleitende Bemerkungen

Wir beschränken uns nachstehend auf die zur **Umsetzung des neuen Art. 20 BEHG und des FINMAG** nötigen Bestimmungen. Zusätzliche Vorschläge im Rahmen unseres breiter angelegten Projekts „Durchforstung des Aufsichtsrechts“ behalten wir vor.

Unsere Bemerkungen sind unter den Leitgedanken der **Verhältnismässigkeit der Regulierung (Art. 5 BV) und internationalen Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz (Art. 7 Abs. 2 FINMAG)** zu sehen.

Hinzu kommt ein Blick auf die Strafdrohung in Art. 41 BEHG: Das rechtsstaatliche **Gesetzmässigkeitsprinzip (Art. 1 StGB)** verlangt - zumindest auf der Verordnungsebene - eine gewisse Bestimmtheit der Tatbestände, und zwar von Verfassungs wegen (Günter Stratenwerth, Schweizerisches Strafrecht, Allgemeiner Teil 1, 3. Aufl., Bern 2005, § 4 Rz. 14 f., S. 85 f. mit Hinweisen auf die Rechtsprechung). Auch deshalb muss sich die BEHV-FINMA im Rahmen von Art. 20 BEHG halten: ihn konkretisieren und nicht durch zusätzliche Generalisierungen ins Unbestimmte hinein erweitern. Das gilt umso mehr, als eine Verletzung der Meldepflicht neu gemäss Art. 41 Abs. 3 BEHG selbst bei Fahrlässigkeit noch mit bis zu CHF 1 Mio. gebüsst werden kann.

Im Übrigen - mutatis mutandis - halten wir uns an die bereits mit den **Stellungnahmen vom 7. Mai und 15. Oktober 2007** vertretenen Grundsätze.

II. FINMA-Börsenverordnung (BEHV-FINMA)

Art. 8^{bis} (Fristberechnung)

Den Hauptvorschlag, wonach Monate einheitlich mit 30 Tagen zu berechnen wären, halten wir für unvereinbar sowohl mit dem geltenden Recht der Gesetzesstufe als auch mit dem bisher weitgehend Üblichen. In diesem Sinn bitten wir Sie, die heutige Usanz zu berücksichtigen, wonach die **Monate nach ihrer kalendarischen Länge** und nicht generell mit 30 Tagen einzusetzen sind.

Wir befürworten deshalb eine Regelung im Sinn der **Alternative auf S. 7 Ihres Erläuterungsberichts**, bitten Sie aber, die Regelung noch auf Ihre Übereinstimmung mit den gesetzlichen und staatsvertraglichen Fristen des Bundes zu prüfen (Beispiele: Bundesgesetz über den Fristenlauf an Samstagen [SR 173.110.3]; Europäisches Übereinkommen über die Berechnung von Fristen [SR 0.221.122.3]). Die **Abs. 2 und 3** können jedoch, da selbstverständlich, u.E. entfallen.

Für den **Begriff des Börsentages** ist u.E. auf die Selbstregulierung der entsprechenden Börse in der Schweiz zu verweisen (i.e. Ziff. 3.4 AGB-SWX).

Wir schlagen folgenden **Wortlaut** vor:

„¹ Berechnet sich eine Frist nach Börsentagen, beginnt sie am ersten Börsentag nach dem auslösenden Ereignis zu laufen.

„² Der Begriff des Börsentages bestimmt sich nach der Regelung der entsprechenden Börse in der Schweiz.“

Art. 12 (SLB- und Repo-Geschäfte)

Wir bitten Sie, diese Regelung im Interesse der Rechtssicherheit (s. vorstehend I) **auf SLB- und Repo-Geschäfte zu beschränken**. Eine Öffnung des Tatbestands für heute unabsehbare, „vergleichbare Geschäfte“ ist aus unserer Sicht für die Compliance der Effektenhändler und im Blick auf die Strafdrohung von Art. 41 BEHG äusserst problematisch. Zudem wird ein Grossteil der damit wohl anvisierten Geschäfte, soweit nicht eine Ausnahme greift (Art. 16a), durch den Eigentumsübergang ohnehin erfasst. Abgesehen von der Problematik der Sicherungsgeschäfte (s. unmittelbar nachstehend) gibt es hier neben den SLB- und Repo-Geschäften auf dem Markt keine in Frage kommenden Transaktionen, so dass die Öffnung des Tatbestands ausser Rechtsunsicherheit nichts brächte.

Sodann sind wir zum Schluss gekommen, es sei die **Erfassung der Sicherungsüber-eignungen hier verfehlt** (vgl. auch unseren Ergänzungsvorschlag zu **Art. 16**):

- Solche Geschäfte sind ökonomisch nur Verpfändungen in einer anderen Rechtsform und akzessorisch zu ihrem jeweiligen Grundgeschäft. Dadurch unterscheiden sie sich wesentlich vom SLB.
- Auch juristisch muss neben dem Eigentum (als theoretischem „Vollrecht“) seine vertragliche Einschränkung mit berücksichtigt werden.
- Ein Anleger, der mit einer Sicherungsüber-eignung auf die Gesellschaft Einfluss nehmen will, begeht klarerweise einen Rechtsmissbrauch, der entsprechend gezielt zu unterbinden ist.
- Im vergleichsweise streng regulierten London sind alle Collaterals von der Meldepflicht vollständig ausgenommen, was aufgrund der genannten Überlegungen ohne Weiteres nachvollziehbar und auch sinnvoll erscheint.

Wir begrüssen es, dass nur die erwerbende Vertragspartei meldepflichtig ist, bitten Sie aber im Interesse der Rechtssicherheit, klar festzuhalten, dass bei solchen Geschäften **keine Veräusserungsmeldung der Gegenpartei** erfolgt. Das schliesst zugleich Missbräuche der Art aus, dass sich ein Investor vorübergehend unter eine Meldeschwelle

begibt, um dann die Titel in einer entsprechend geplanten Aktion auf einen Schlag zurückzuholen. Zwar führt dies bei Triparty-Plattformen ggf. zu einer Kumulation durch die mehrfache Meldung des wirtschaftlich identischen Bestandes, was jedoch aus Gründen der Praktikabilität in Kauf zu nehmen ist.

Abs. 3 verstehen wir so, dass die rechtliche Rücklieferungspflicht als solche keine besondere Meldepflicht auslöst. Das wäre in geeigneter Form - z.B. Erläuterungen der Offenlegungsstelle - zu präzisieren.

Schliesslich bitten wir Sie um den **Verzicht auf das Erfordernis, als Handelsplattformen in Abs. 4** bloss elektronische Verfahren gelten zu lassen. Die Regulierung sollte aus unserer Sicht technologieneutral sein.

Entsprechend schlagen wir folgende **Anpassungen des Wortlauts** vor:

„¹ ~~Leihgeschäfte und vergleichbare Geschäfte wie insbesondere die Veräusserung von Beteiligungspapieren mit Rückkaufsverpflichtung (Repo-Geschäfte) oder Sicherungsübereignungen mit Eigentumsübergang~~ sind der Meldepflicht unterstellt.

² Meldepflichtig ist nur die Vertragspartei, welche im Rahmen solcher Geschäfte die Beteiligungspapiere vorübergehend übernimmt: bei Leihgeschäften der Borger, bei Geschäften mit Rückkaufsverpflichtung der Erwerber ~~oder bei Sicherungsübereignungen der Sicherungsnehmer.~~

[...]

⁴ Geschäfte mit Rückkaufsverpflichtungen sind von der Meldepflicht befreit, wenn sie mit der Schweizerischen Nationalbank als Gegenpartei oder standardisiert über ~~(elektronische?)~~ Handelsplattformen abgewickelt werden.“

Art. 13 (Finanzinstrumente)

Hier beantragen wir eine **Fokussierung auf Geschäfte in Übernahmeabsicht**, und zwar aus folgenden Überlegungen.

- Ohne das qualifizierende Merkmal der Planung eines öffentlichen Kaufangebots lassen sich diese Instrumente nicht wirksam überwachen. Bspw. kann ein Anleger durch Börsenauftrag entsprechende Titel selber kaufen, während gleichzeitig die Bank aufgrund eines Verwaltungsauftrags des gleichen Kunden, doch aus anderen, anlagepolitischen Gründen analoge Käufe tätigt. Dann wären theoretisch „beiderlei“ Käufe zusammenzurechnen, und der Effekthändler liefe das Risiko, an einer Verletzung der Meldepflicht mitzuwirken, ohne dagegen etwas tun zu können.
- Das ist offenkundig dem Gesetzgeber bewusst gewesen, weshalb er für solche Geschäfte das Erfordernis des geplanten Kaufangebots in Art. 20 Abs. 2^{bis} BEHG aufgenommen hat („Geschäfte mit Finanzinstrumenten, die es wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot zu erwerben“). An diesen Rahmen muss die Verordnung sich halten, sowohl aus Gründen der Rechtssicherheit als auch im Blick auf die Strafdrohung gemäss Art. 41 BEHG (s. vorstehend I). Dieser gesetzliche Rahmen kann durch die Verordnung nicht überschritten werden.

- Die Regelung ist als Minimal Standard zu verstehen, der, wo es das System eines Effektenhändlers erlaubt, ausgebaut werden kann.

Ausserdem bitten wir Sie - aus denselben Gründen - nur Finanzinstrumente auf **einen Basiswert** (statt „vorwiegend“ einen) zu erfassen. Sollten Sie an der nur „vorwiegenden“ Konzentration auf einen Basiswert festhalten, möchten wir präzisiert haben, dass es sich um mindestens 50% vom Basiswert im Zeitpunkt der Ausgabe des Finanzinstruments handelt und spätere Wertveränderungen zu keiner neuerlichen Meldepflicht führen.

Dadurch werden die vorgeschlagenen **Abs. 3 und 4** obsolet. Abgesehen davon, führte die Umsetzung dieser beiden Absätze zu einem Wirrwarr von Informationen, die auch ein qualifizierter Anleger kaum noch innert nützlicher Frist verstünde. Nicht zuletzt wäre der damit für die Effektenhändler verbundene Aufwand unter keinem Titel zu vertreten (bspw. durch die Interaktion der hier zusätzlich eingeführten Prozentschwellen mit den Ausnahmen gemäss Art. 16a).

Dafür ist u.E. der **bisherige Abs. 1^{bis}** beizubehalten (Meldepflicht unabhängig davon, ob ein Finanzinstrument die Realerfüllung vorsieht oder nicht). Entsprechend sind die Optionen mit Barausgleich in Abs. 2 zu streichen.

Schliesslich sind wir der Auffassung, das **bloisse Halten** von Finanzinstrumenten könne nicht die Meldepflicht auslösen, weil das Gesetz nur den Erwerb und die Veräusserung erfasst (Art. 20 Abs. 1 BEHG).

Entsprechend schlagen wir folgende **Anpassungen des Wortlauts** vor:

„¹ Der Meldepflicht unterstehen:

- a. der Erwerb oder die Veräusserung von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen) sowie von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen);
- b. das Einräumen (Schreiben) von Wandel- und Erwerbsrechten (insbesondere Call-Optionen) sowie von Veräusserungsrechten (insbesondere Put-Optionen).

^{1 bis} Diese Meldepflicht gilt unabhängig davon, ob die Finanzinstrumente eine Realerfüllung vorsehen beziehungsweise zulassen oder nicht.

² Der Meldepflicht unterstehen zudem, wenn im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot getätigt, der Erwerb, die Veräusserung oder das Schreiben oder das Halten von Finanzinstrumenten, die es aufgrund ihrer Struktur dem Berechtigten wirtschaftlich ermöglichen, Beteiligungspapiere zu erwerben, zu veräussern oder zu halten wie ~~Optionen mit Barausgleich~~, Differenzgeschäfte, Finanzinstrumente auf einen ~~oder vorwiegend auf einen~~ Basiswert.

³ ~~Finanzinstrumente nach Absatz 2 sind für die Berechnung des Stimmrechtsanteils nicht zu berücksichtigen, sofern ihr Anteil 5 Prozent der Stimmrechte nicht erreicht und sofern der Stimmrechtsanteil übrigen Beteiligung 10 Prozent nicht übersteigt.~~

⁴ ~~Andere als in Absatz 1 oder 2 genannte Finanzinstrumente sind offenzulegen, wenn sie im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot erworben, veräussert, eingeräumt (geschrieben) oder gehalten werden. Dies wird vermutet, wenn solche Finanzinstrumente Anrechte oder Anwartschaften für den Erwerb von Betei-~~

~~ligungspapieren von mehr als 15 Prozent der Stimmrechte vermitteln. Diesfalls sind diese Finanzinstrumente in die Berechnung des Stimmrechtsanteils miteinzubeziehen und zudem getrennt zu melden.“~~

Art. 14 (Klarstellung bei Übernahmeverfahren und Gruppenverhältnissen)

Wir möchten darauf hinweisen, dass Art. 14 Abs. 1^{bis} das **Verhältnis zwischen den übernahmerechtlichen Meldepflichten und den Ausnahmen gemäss Art. 16a ungeklärt** lässt. U.E. müssen die in Art. 16a vorgesehenen Ausnahmen als melderechtliche „Lex specialis“ dem Übernahmerecht vorgehen. Das wäre im Interesse der Rechtssicherheit durch einen entsprechenden Vorbehalt klarzustellen.

Art. 15 schreibt für die Meldepflicht eine Konzernbetrachtungsweise vor, und Transaktionen innerhalb eines Konzerns begründen keine Meldepflicht. Im Interesse der Rechtssicherheit sollte dies **in Art. 14 Abs. 2 ausdrücklich vorbehalten und im entsprechenden Formular berücksichtigt** werden.

Entsprechend schlagen wir folgende **Anpassungen des Wortlauts** vor:

„^{1bis} Während der Dauer des Übernahmeverfahrens, d.h. von der Veröffentlichung der Voranmeldung beziehungsweise des Angebots [...] bis zum Ende der Nachfrist [...], bestehen die Meldepflichten für den Anbieter sowie die mit ihm in gemeinsamer Absprache oder als organisierte Gruppe handelnden Personen gegenüber den Offenlegungsstellen. Artikel 16a bleibt vorbehalten.

² Eine Meldepflicht besteht insbesondere bei Änderungen in der Beziehung zwischen direktem Erwerber, indirektem Erwerber und wirtschaftlich Berechtigtem. Artikel 15 Absatz 4 bleibt vorbehalten.“

Art. 16a (Freigrenzen für Banken und Effekthändler)

Hier verweisen wir auf das **zu Art. 12 Ausgeführte** und schlagen hier entsprechende Anpassungen vor:

- Einerseits wäre Abs. 1 Bst. b durch die Repo-Geschäfte zu ergänzen, dafür jedoch die Sicherungsübereignungen und vergleichbaren Geschäfte zu streichen.
- Andererseits wäre in einem neuen Abs. 1 Bst. d eine Ausnahme für Sicherungsübereignungen vorzusehen. Das entspräche der EU-Transparenzrichtlinie und geltenden Regelung der FSA.

Wir schlagen folgenden **Wortlaut** vor:

„¹ Banken und Effekthändler haben unter Vorbehalt von Absatz 2 bei der Berechnung des Stimmrechtsanteils Beteiligungspapiere je nicht zu berücksichtigen, welche:

- a. in deren Handelsbestand gehalten werden, sofern dieser Anteil 5 Prozent der Stimmrechte nicht erreicht;

- b. ~~im Rahmen von Wertpapierleihen, Sicherungsübereignungen oder vergleichbaren Geschäften oder Repo-Geschäften~~ gehalten werden, sofern dieser Anteil 5 Prozent nicht erreicht;
- c. ausschliesslich und während höchstens drei Börsentagen zum Zwecke der Abrechnung oder Abwicklung von Geschäften gehalten werden;
- d. Gegenstand von Sicherungsübereignungen sind.

² Die Berechnung nach Absatz 1 ist zulässig, sofern für diese Anteile keine Absicht besteht, die Stimmrechte auszuüben (oder anderweitig auf die Geschäftsführung des Emittenten Einfluss zu nehmen) und der Stimmrechtsanteil insgesamt 10 Prozent der Stimmrechte nicht übersteigt.“

Art. 17 (Anpassung des Meldeformulars an Gruppenverhältnisse)

Hier möchten wir Sie darauf hinweisen, dass **im Formular für die Meldung allfälligen Konzernverhältnissen gemäss Art. 15 Abs. 4 und 5 Rechnung zu tragen** ist.

Art. 18 (Publikationsfrist bei Transaktionen in eigenen Effekten)

Als Grundregel galt und gilt, dass **innert 4 Tagen die Meldung und innert weiteren 2 Tagen die Veröffentlichung** zu erfolgen hat. Der neue Art. 18 Abs. 3 soll die weiteren 2 Tage bei Transaktionen in eigenen Effekten streichen. Bei sämtlichen an einer Börse kotierten Banken ist jedoch die Berechnung der Eigenbestände mit grossem Aufwand verbunden. Die strikte Viertageregeln der EU-Transparenzrichtlinie kann hier nicht Vorbild sein, weil das schweizerische Recht wesentlich mehr Instrumente und Einzelinformationen der Meldepflicht unterwirft als die EU-Regelung (vgl. etwa die Programme der Mitarbeiterbeteiligung).

Es entspricht deshalb einem Gebot der Verhältnismässigkeit, die **bisherige Regel von 4 plus 2 Tagen auch für Transaktionen in eigenen Effekten** beizubehalten.

Wir bitten Sie um die **Streichung dieses Abs. 3**.

Art. 20 (nachträgliche Ausnahme von der Meldepflicht bei abgeschlossenen Geschäften)

Nach heutiger Praxis kann die Offenlegungsstelle - entgegen dem Wortlaut des geltenden Art. 20 Abs. 2 - in **ausserordentlichen Fällen** die Ausnahme von der Meldepflicht nachträglich bewilligen. Voraussetzung ist, dass „ein Nichteintreten als geradezu stossend einzustufen“ oder im Ergebnis unverhältnismässig wäre (vgl. Ihren Kommentar zu Art. 20 der Revisionsvorlage).

Wir schlagen vor, diese in höherem Recht begründete (z.B. Art. 5 Abs. 2 BV) Möglichkeit der Ausnahme **in der Verordnung** festzuhalten, bspw. wie folgt:

„² Für bereits abgeschlossene Geschäfte ~~wird keine~~ kann die Offenlegungsstelle beim Vorliegen ausserordentlicher Gründe eine Ausnahme von der Meldepflicht nachträglich gewähren.“

Art. 22a (Entscheidungsfrist für die Offenlegungsstelle)

Aus Gründen der Rechtssicherheit wäre dieser Artikel um eine präzise Frist zu ergänzen, innert der die Offenlegungsstelle zu entscheiden hat. Dafür müssten **24 Stunden seit Gesuchseingang** genügen.

Dasselbe - eine Frist von 24 Stunden zum Entscheid - müsste **auch für die FINMA** gelten. Die vorgeschlagenen 10 Tage führten zu einer untragbaren Verzögerung. Wir schlagen vor, dass die FINMA innert 24 Stunden nach Mitteilung des Entscheids ihrerseits entscheiden muss, ob sie ihn gelten lässt oder an sich zieht, und im letzteren Fall spätestens nach 3 Börsentagen entscheidet.

Art. 50 (Inkrafttreten der Revision)

Angesichts des aussergewöhnlichen - teils organisatorischen, teils informatischen - Aufwandes für die **Umsetzung der Neuerungen** scheint uns ein Inkrafttreten am 1. Januar 2009 unrealistisch.

Wir bitten Sie, das Datum des Inkrafttretens auf den **1. Juli 2009** zu legen.

III. Übernahmeverordnung (UEV)

Art. 6 (Veröffentlichung)

Was „die“ bedeutenden elektronischen Medien seien, ist zu unbestimmt formuliert. Wir schlagen eine **Präzisierung** bspw. im folgenden Sinn vor:

„² Sie muss der Übernahmekommission sowie ~~den~~ mindestens zwei der bedeutenden elektronischen Medien, welche Börseninformationen verbreiten (Informationsdienstleister), zugestellt werden [...]“

Art. 7 (Reduktion des Angebotspreises aufgrund einer Due Diligence Review)

Der Angebotspreis sollte auch weiterhin **aufgrund einer Due Diligence Review reduzierbar** sein (was sich mit der Regelung in Art. 5 § 4 Abs. 2 Richtlinie 2004/25/EG deckt). Natürlich müssen die Parameter, nach denen eine Reduktion zulässig ist, in den Angebotsbedingungen klar definiert sein. Die Streichung dieser Möglichkeit würde nur dazu führen, dass die Offerten die Preise zu niedrig ansetzen, um diesem Risiko Rechnung zu tragen. Das läge nicht im Interesse der Anlegerinnen und Anleger.

Art. 8 (massgeblicher Zeitpunkt)

U.E. können **beide Absätze zusammengefasst** werden, weil in der Praxis nur der zweite von Bedeutung ist.

Wir schlagen **folgenden Wortlaut** vor:

„Die Voranmeldung entfaltet die in Artikel 7 genannten Rechtswirkungen im Zeitpunkt ihrer Zustellung an die Übernahmekommission und an die Informationsdienstleister, wenn ihre Veröffentlichung in den Zeitungen an den darauf folgenden drei Börsentagen erfolgt. Ansonsten entfaltet die Voranmeldung ihre Rechtswirkungen im Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung in den Zeitungen.“

Art. 13 (Bedingungen des Anbieters)

Zu **Abs. 1** bemerken wir, dass nicht einmal in der EU einheitlich geregelt ist, ob und welche Bedingungen von der zuständigen Behörde zu bewilligen sind (vgl. Art. 13 Richtlinie 2004/25/EG mit Umsetzungen z.B. in Belgien und Frankreich). Vor diesem Hintergrund sollten u.E. **aufschiebende Bedingungen wie heute ohne Zustimmung der Übernahmekommission** möglich bleiben. Die Kommission kann auch unter den heute gültigen Regeln eine Bedingung ablehnen oder ändern lassen.

Der **Wortlaut** „Bedingungen“ sollte einheitlich im Plural verwendet werden, also auch in **Abs. 4 und 5**.

Art. 15 (Änderung eines Angebots)

Wir bitten Sie, in **Abs. 3** zu präzisieren, wie die **Publikation der Änderung** zu erfolgen hat.

Folgenden **Wortlaut** schlagen wir Ihnen vor:

„Die Veröffentlichung der Änderung in den Zeitungen und die Zustellung der Änderung an die Informationsdienstleister hat spätestens am letzten Börsentag der Angebotsfrist vor Beginn des Börsenhandels zu erfolgen.“

Art. 18 (Publikation des Angebots)

1. Wir sind der Auffassung, in Abs. 1 sollte ausdrücklich festgehalten sein, dass **Anhänge zum Prospekt** wie z.B. Bewertungsberichte nicht in der Zeitung abgedruckt werden müssen.

Wir schlagen folgende **Ergänzung zu Abs. 1** vor:

„[...] Das gilt nicht für Anhänge zum Angebotsprospekt.“

2. Grundsätzlicher und darüber hinaus macht es **heute keinen Sinn mehr**, den ganzen Angebotsprospekt in den Zeitungen zu publizieren (nachdem er den elektronischen Medien gesandt werden muss, bei der durchführenden Bank erhältlich ist und von der Übernahmekommission auf ihrer Webseite geschaltet werden soll).

Das führt uns zum **Vorschlag**, davon abzusehen, die Angebotsprospekte in den Zeitungen publizieren zu müssen. Ein kurzes Inserat - ähnlich dem Kotierungsinserat - genügt für die heutigen Informationsbedürfnisse.

3. Schliesslich hat die Publikation von Informationen über das Internet deren **globale Verbreitung** zur Folge. Dies kann u.U. die - unbeabsichtigte - Anwendbarkeit ausländischen Rechts bewirken. Wir bitten Sie geeignete Vorkehrungen dagegen zu prüfen (bspw. durch entsprechende Webfilter), soweit die UEK derartige Publikationen vornimmt.

Art. 19 (Angaben über den Anbieter)

Hier wird im Sinn einer Catch-all-Klausel verlangt, dass der Angebotsprospekt „alle weiteren Angaben“ enthalten müsse. Diese Formulierung erscheint uns als zu weit und unbestimmt. Im Interesse der Rechtssicherheit darf der Anbieter nur verpflichtet werden, jene Informationen, über die er selber zuverlässig verfügt, zu publizieren, aber z.B. nicht weitere Informationen, welche die Zielgesellschaft selber betreffen.

Wir bitten Sie um entsprechende **Präzisierung von Art. 19**, bspw. im Sinn von Art. 6 § 3 Bst. h Richtlinie 2004/25/EG.

Art. 20 (Angaben zur Finanzierung)

Zu Abs. 1 stellt sich uns die **Frage**, welches die Funktion der Prüfstelle im Blick auf die erweiterten Angaben zur Finanzierung sein soll. Im Ausland sind erweiterte Angaben dieser Art unüblich (wobei i.d.R. eine Bank die Finanzierung garantiert). Auch wurde unseres Wissens noch kein Übernahmevorhaben wegen einem Finanzierungsproblem abgebrochen. Für den verkaufswilligen Aktionär ist allein von Interesse, wie sicher er sein Geld erhalten wird. Weitere Präzisierungen wären bloss für die Konkurrenz von Belang, die jedoch unter diesem Titel kein schutzwürdiges Interesse hat. Ebenso wenig hat der Kreditgeber ein Interesse, die im Einzelfall gewährten Konditionen öffentlich dargelegt zu sehen. Vielmehr bestehen an diesen Informationen durchaus berechnete Geheimhaltungsinteressen der Beteiligten. Deshalb sollte die Bestätigung der Prüfstelle, dass die Finanzierung bereit steht, genügen. Im Übrigen schüfe der Begriff „präzise“ kein Mehr an Rechtssicherheit, sondern müsste durch die Praxis wiederum konkretisiert werden.

Unser **Vorschlag** ist deshalb, das Wort „präzise“ zu streichen (analog Art. 6 § 3 Bst. I Richtlinie 2004/25/EG).

Art. 24 (zusätzliche Angaben bei öffentlichen Tauschangeboten)

Der Ingress zu **Abs. 2**, wonach die Titel „**an einer Börse kotiert**“ sein müssten, ist ungenau, weil nach dem Kommentar zum Vorschlag nur bestimmte Börsen als „Börse“ gelten sollen.

Wir schlagen deshalb - auf der Grundlage Ihres Kommentars - folgende **Ergänzung des Ingresses von Abs. 2** vor:

„² Sind die zum Tausch angebotenen Effekten an einer Börse kotiert, welche die Bedingungen der European Stock Exchanges (FESE) bzw. International Federation of Stock Exchanges (FIBV) erfüllen, so enthält der Angebotsprospekt mindestens die folgenden Angaben:“

Das gilt sinngemäss auch für **Abs. 7**.

Sodann erscheint uns wichtig, dass die **Nennung der bedeutenden Aktionäre in Abs. 2 Bst. d** nur mit jenen Angaben verlangt wird, die dem Anbieter bekannt sind. Das wäre mindestens in geeigneter Form z.B. durch die Offenlegungsstelle festzuhalten.

Entsprechend schlagen wir die Ergänzung von **Abs. 2 Bst. d** z.B. in folgendem Sinn vor:

„b. bedeutende Aktionäre, soweit der Anbieter von ihnen Kenntnis hat;

Uns erscheint in **Abs. 2 Bst. f die Pflicht zur Angabe kotierungs- und ggf. übernahmerechtlicher Vorschriften zu weitgehend bzw. unverhältnismässig**. Eine Fokussierung auf das Wesentliche halten wir auch hier für den sinnvolleren, leserfreundlicheren Weg. Das vorgeschlagene Erfordernis hat auch etwas Zufälliges, werden doch z.B. keine Angaben über das regulatorische und fiskalische Umfeld des Emittenten der zum Tausch angebotenen Titel verlangt.

Entsprechend beantragen wir die **Streichung von Abs. 2 Bst. f** (analog Art. 6 § 2 Abs. 2 Satz 2 Richtlinie 2004/25/EG).

Schliesslich bedarf u.E. **Abs. 5** der Präzisierung. Im Kommentar ist von einer „Pro-forma“-Rechnung die Rede. Wir sind jedoch der Auffassung, **verbale Hinweise** müssten hier genügen und keine Zahlen erforderlich sein. Pro-forma-Zahlen sind ohne Zusammenarbeit mit der Zielgesellschaft kaum erhältlich, und diese wird so sensitive Daten i.d.R. nur widerstrebend offenlegen. Das erschwert im Ergebnis feindliche wie freundliche Übernahmen.

Wir bitten Sie um eine entsprechend Anpassung der Vorschrift.

Art. 26 (Aufgaben der Prüfstelle vor der Publikation)

Neu soll die Prüfstelle abklären müssen, ob alle **für die Beschaffung der angebotenen Titel nötigen Massnahmen** getroffen wurden sind. Dies kann und darf nicht bedeuten, dass etwa die Generalversammlung zum Beschluss der Kapitalerhöhung be-

reits vor der Lancierung des Angebots stattgefunden haben muss. Sonst wäre die Publikation eines überraschenden Tauschangebotes nicht mehr möglich.

Wir bitten Sie um eine **Klarstellung** in geeigneter Form (etwa im Sinn von Art. 6 § 3 Bst. I Richtlinie 2004/25/EG).

Art. 29 (Bericht des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft)

Der Verwaltungsrat sollte nach wie vor auch eine **neutrale Empfehlung** abgeben dürfen. In gewissen Situationen will er den Aktionären ein attraktives Angebot nicht vorenthalten, obwohl er überzeugt ist, aus eigenen Kräften auch Wertpotenzial schaffen zu können.

Abs. 3 ist daher u.E. so zu ergänzen, dass der Bericht ausführen soll, wie sich die Mitglieder des Verwaltungsrates, soweit sie einem **Interessenkonflikt** unterliegen, verhalten haben (namentlich an der Abstimmung teilgenommen haben oder nicht).

Wir schlagen folgende **Ergänzung von Abs. 3** vor:

„³ Der Verwaltungsrat hat in seinem Bericht den Aktionären die Annahme oder Ablehnung des Angebotes zu empfehlen. Er kann aber auch die Vor- und Nachteile des Angebotes darlegen, ohne eine Empfehlung abzugeben. Er gibt dabei auch das Abstimmungsverhältnis einschliesslich der Zahl der nicht teilnehmenden bzw. sich der Stimme enthaltenden Mitglieder an und legt dar, ob die einem Interessenkonflikt unterliegenden Mitglieder des Verwaltungsrates an der Abstimmung teilgenommen haben.“

Dafür sollte der Verwaltungsrat weiterhin **bloss die für seine Stellungnahme wesentlichen Überlegungen** offenlegen müssen und diese Einschränkung in **Abs. 4** nicht gestrichen werden. Denn eine auf das Wesentliche konzentrierte Stellungnahme ist einerseits durch die Vermeidung unnötiger Längen leserfreundlicher und andererseits nach den zusätzlichen Anforderungen in Abs. 2 und 3 auch ohne Weiteres vertretbar.

Wir schlagen deshalb vor, **Abs. 4 unverändert** zu belassen wie bisher:

„⁴ Der Bericht enthält eine klare Begründung und legt alle wesentlichen Elemente dar, welche die Stellungnahme beeinflusst haben.“

Abs. 5 ist aus unserer Sicht durch den **Begriff der „Fairness Opinion“** zu präzisieren, damit der Anschluss an die international übliche Terminologie gewahrt bleibt:

„⁵ Stützt sich die Empfehlung des Verwaltungsrates der Zielgesellschaft auf eine Beurteilung Dritter (Fairness Opinion), [...]“

So, wie **Abs. 6** im Entwurf lautet, könnte eine **ausländische Bank ohne Effekthändlerstatus** keine Fairness Opinion mehr abgeben. Dies sollte aber möglich bleiben (wobei sich von selbst versteht, dass, wer die Fairness Opinion abgibt, nicht zugleich M&A Advisor sein kann).

Im **Wortlaut von Abs. 6** schlagen wir deshalb vor, den zweiten Teil zu streichen („und hat die Anforderungen von Artikel 25 Absatz 1 des Gesetzes zu erfüllen“).

Art. 30 (besondere Informationen)

Wenn der Verwaltungsrat neu auch über **schon ergriffene Abwehrmassnahmen** berichten soll, ist - wieder im Sinn des Wesentlichkeitsprinzips - diese Pflicht auf solche Massnahmen zu beschränken, die auch wirklich der Abwehr des Übernahmeangebots dienen. Nicht erfasst sein können z.B. vorbestehende, in den Statuten enthaltene Übertragungs- oder Stimmrechtsbeschränkungen.

Art. 35 (gesetzwidrige Abwehrmassnahmen)

Neu soll von der bisherigen Zehnprozentregel und der vom Anbieter bezeichneten „Crown-Jewels“-Bestimmung abgewichen und allgemein das Verkaufen wesentlicher Vermögenswerte untersagt werden (wobei die Wesentlichkeit im Einzelfall zu beurteilen wäre). Das verunmöglicht praktisch jede M&A-Tätigkeit während eines laufenden Angebotes, weil stets die Anfechtbarkeit einer Transaktion droht. So wird unnötig die laufende Geschäftstätigkeit der Zielgesellschaft einer Unsicherheit ausgesetzt (die stets auch kleinere M&A-Geschäfte mitumfasst). In dieser Konzeption liegt eine unverhältnismässige Begünstigung des Anbieters. Wir sind deshalb der Auffassung, es sei mit **eindeutigen Kennzahlen** zu arbeiten, und die Möglichkeit der Bezeichnung von „Crown Jewels“ biete dem Anbieter ausreichenden Schutz.

So ist namentlich in Abs. 2 Bst. a das **Adjektiv „bedeutend“ zu unbestimmt**.

Wir bitten Sie, in diesem Sinn eine **Präzisierung** vorzunehmen.

Schliesslich sieht **Abs. 2 Bst. e** ein vollständiges Verbot des Handels mit eigenen Effekten und darauf basierenden Finanzinstrumenten vor. Hier wäre eine **Ausnahme für laufende Programme der Mitarbeiterbeteiligung** vorzusehen (analog unter Art. 37).

Wir bitten Sie, eine solche **Ausnahme** vorzusehen.

Art. 37 (Meldepflicht der Parteien)

In Abs. 1 sind die Worte „**der Börse**“ nach „**der Offenlegungsstelle**“ zu streichen (vgl. Kommentar zu Art. 41).

Auch sollte hier, weil die vom Anbieter getätigten Transaktionen **täglich gemeldet** werden müssen, dies im Wortlaut präzisiert werden.

Art. 38 (Meldepflicht der bedeutenden Aktionäre)

Hier stellt sich die **Frage** und ist nochmals zu überlegen, ob die Meldepflicht für bedeutende Aktionäre (ab 3%) sinnvollerweise im Ermessen der UEK liegen soll.

Art. 47 (konkurrierende Angebote)

Den Aktionären der Zielgesellschaft sollte ein konkurrierendes Angebot nicht vorenthalten werden. Die Praxis hat Fälle gezeigt, in denen **aus Gründen der Spekulation der Aktienkurs der Zielgesellschaft über dem Angebotspreis** lag, was einem konkurrierenden Anbieter die Möglichkeit verwehrte, ein ähnlich gutes Angebot - evtl. mit weniger Bedingungen - vorzulegen. Das verstärkt sich noch, wenn das vorhergehende Angebot eine Aktienkomponente enthält und der Aktienkurs der Zielgesellschaft durch den Aktienkurs des vorhergehenden Anbieters beeinflusst wird. Grundsätzlich sollte es den Aktionären der Zielgesellschaft möglich sein, ein Angebot zu erhalten, das über dem Angebotspreis des vorhergehenden Anbieters liegt. Insoweit hat der Aktienkurs der Zielgesellschaft dann keine Bedeutung mehr. Weiterhin soll jedoch die Mindestpreisregel bei Paketzuschlägen gelten.

Wir schlagen deshalb einen **zusätzlichen Abs. 5** in folgendem Sinn vor:

⁵ Das konkurrierende Angebot muss nicht dem Börsenkurs nach Artikel 32 Absatz 4 des Gesetzes entsprechen.

oder, **alternativ**:

⁵ Das konkurrierende Angebot ist von der Anwendung des Börsenkurses nach Artikel 32 Absatz 4 des Gesetzes befreit, falls das vorhergehende Angebot nicht ausschliesslich Barzahlung vorsieht.

Art. 48 (Gleichbehandlung der Anbieter durch die Zielgesellschaft)

Hiezu verweisen wir auf den Beitrag von **Jacques Iffland** in der Journée de Droit Bancaire et Financier 2007, S. 59 ff., insb. 66-69. Die vorgeschlagene Regelung wäre im Licht dieser Aufführungen nochmals zu überdenken.

Art. 49 (konkurrierendes Angebot am letzten Tag der Frist)

Wir schlagen eine **Präzisierung von Abs. 1** dahingehend vor, ob die Publikation des Zwischenergebnisses nach Art. 43 auch dann erforderlich ist, wenn am letzten Tag der Angebotsfrist ein konkurrierendes Angebot eingereicht wurde. Aus technischen Gründen war die Dreitagesfrist vorzuziehen, weil erfahrungsgemäss die Annahmeerklärungen in den letzten zwei Börsentagen eintrafen. Mit dieser Regelung und im Hinblick auf eine Minderung ihres Verwaltungsaufwandes werden die Depotbanken bis zur letzten Minute auf das Eintreffen eines konkurrierenden Angebotes warten, bis sie die Aktien einliefern.

Ebenfalls wäre - da unklar - zu präzisieren, dass hierfür die Publikation insbesondere der Voranmeldung **in den elektronischen Medien** ausreicht.

Art. 54 Abs. 1 (Interventionsrecht)

Wir teilen Ihre Bedenken in Bezug auf die bisherige Zweiprozentschwelle und regen an, deren **Angleichung an die gesetzliche Dreiprozentschwelle** mittelfristig zu prüfen.

Sodann ist als **Stichtag** für die Zweiprozentschwelle auf den Zeitpunkt der Voranmeldung bzw. Veröffentlichung des Angebotes abzustellen. Es darf nicht sein, dass ein Anleger, der seine Aktien erst nach Publikation der Voranmeldung gekauft hat, diese anfechten kann. Wäre ein späterer Zeitpunkt massgebend, liesse man es bspw. auch zu, dass ein Hedge-Fonds nach der Publikation der Angebotspläne eine entsprechende Position bezieht und mit juristischem Sperrfeuer „Mehrwert“ für die eigenen Anleger schafft. Dies wäre mit Bestimmtheit nicht schützenswert: Wer in Kenntnis des (vorangemeldeten) Angebotes Aktien kauft, soll keine Parteistellung erhalten.

Art. 58 Abs. 2 (Verfügungssprache)

Die Verfügungen sollten **bei nationalen Transaktionen aufgrund des vorgeschlagenen Sitzprinzips und bei Transaktionen mit ausländischen Anbietern englisch** verfasst sein. Für die Sprache sollte nicht an den Sitz der Gesellschaft angeknüpft werden.

Freundliche Grüsse

Schweizerische Bankiervereinigung



Markus Staub



Christoph Winzeler