

De : [_EFD-RD-Regulierung](#)
A : ...
Objet : WG: Stellungnahme im Rahmen der Anhörung zum Revisionsentwurf betreffend die Änderung der Börsenverordnung (Börsendelikte und Marktmissbrauch)
Date : jeudi, 20 décembre 2012 12:44:08

Von: Abbühl Marco BA
Gesendet: Donnerstag, 20. Dezember 2012 12:39
An: _EFD-RD-Regulierung
Betreff: Stellungnahme im Rahmen der Anhörung zum Revisionsentwurf betreffend die Änderung der Börsenverordnung (Börsendelikte und Marktmissbrauch)

Sehr geehrte Damen und Herren

Zunächst möchten wir uns für die Möglichkeit der Stellungnahme sowie für die uns freundlicherweise gewährte Fristerstreckung zur Einreichung der schriftlichen Begründung, welche in Bestätigung der telefonischen Absprache mit Frau Jungo vom 19. Dezember 2012 erfolgt, bedanken.

Bezüglich des eingangs erwähnten Revisionsentwurfs stellt die Bundesanwaltschaft (BA) folgenden

Antrag:

Art. 55a Abs. 1 E-BEHV sowie 55e Abs. 1 E-BEHV seien dahingehen zu präzisieren, dass jeweils lediglich die Anwendung von Art. 33e Abs. 1 lit. a BEHG ausgeschlossen wird.

Begründung:

Zu Recht wird im Sinne einer „safe harbour“ Regelung die Maxime, wonach niemand sein eigener Insider sein kann, strafrechtsbeschränkend umgesetzt. Dabei gilt es jedoch zu beachten, dass – wie es sich auch eindeutig aus der Zielsetzung und dem zutreffenden Erläuterungsbericht ergibt – es sich ausschliesslich um die von diesem „Insider“ selbst getätigten Geschäfte handeln kann. In diesem Sinne ist diese Ausnahme, ihrer Ratio entsprechend, so weit wie nötig, aber auch so eng wie möglich zu umschreiben (gl.M. Leuenberger, Die materielle kapitalmarktstrafrechtliche Regulierung des Insiderhandels, S. 397). Es ist nicht notwendig und ginge nicht an, in dieser Konstellation ebenso die Weitergabe der Information und/oder Kaufempfehlung an Dritte grundsätzlich von der Strafbarkeit auszunehmen. Diese Weitergabe ist vielmehr auch in dieser Konstellation an den Anforderungen von 55f E-BEHV zu messen. Im Ergebnis könnte die Strafbarkeit der Weitergabe lediglich in Anwendung von Art. 33e lit. b und c BEHG i.V.m. ausgeschlossen werden.

Im Sinne der im Rahmen des vorerwähnten Telefonats getroffenen Absprache wird vorliegend auf eine weitergehende Begründung verzichtet.

Bemerkung:

Abschliessend erlauben wir uns die Frage nach der Notwendigkeit und der Formulierung von Art. 55f E-BEHV. Es handelt sich um eine Verweisnorm. Bei Vorliegen einer gesetzlichen Pflicht ist diese u.E. nicht notwendig, da bereits Art. 14 StGB rechtsgenügend die Strafbarkeit ausschliessen würde. Was die vertraglichen Pflichten anbelangt, besteht potentiell ein Missbrauchsrisiko. Entsprechend erscheint es, nicht zuletzt auch im Interesse der Rechtssicherheit, als angebracht die in den Erläuterungen angebrachte Präzisierung („welche in Übereinstimmung mit den einschlägigen Rechtsnormen gültig zu Stande gekommen sind“) sinngemäss im Verordnungstext zu integrieren.

Freundliche Grüsse

Marco Abbühl

Jurist im Rechtsdienst

Bundesanwaltschaft BA

Taubenstrasse 16, 3003 Bern

Tel. +41 31 323 35 90

Fax +41 31 322 45 07

marco.abbuehl@ba.admin.ch

www.bundesanwaltschaft.ch

Eidgenössisches Finanzdepartement
Rechtsdienst
Bundesgasse 3
Bernhof
3003 Bern

Vorab per Email an
regulierung@gs-efd.admin.ch

Zürich, 17. Dezember 2012

Stellungnahme zur Anhörung betreffend die Änderung der Börsenverordnung

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf Ihr Schreiben vom 15. November 2012 betreffend die Einladung zur Anhörung "Änderung der Börsenverordnung (Börsendelikte und Marktmissbrauch)". Mit diesem Schreiben haben Sie interessierte Kreise eingeladen, sich bis zum 17. Dezember 2012 zum vorgelegten Vorschlag zur Änderung der Börsenverordnung zu äussern. Wir danken Ihnen für die Einräumung dieser Gelegenheit und nehmen hiermit wie folgt zum Vorschlag Stellung:

1 Art. 53b E-BEHV

E-BEHV	Änderungsvorschlag
<p>Art. 53b Abs. 1</p> <p>¹ Die Beteiligungspapiere einer Gesellschaft mit Sitz im Ausland gelten als in der Schweiz hauptkotiert, wenn die Gesellschaft mindestens dieselben Pflichten für die Kotierung und die Aufrechterhaltung der Kotierung an einer Börse in der Schweiz zu erfüllen hat wie Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz.</p>	<p>Art. 53b Abs. 1 (Art. 20 Abs. 1 und Art. 22 Abs. 1 BEHG)</p> <p>¹ Die Beteiligungspapiere einer Gesellschaft mit Sitz im Ausland gelten als in der Schweiz hauptkotiert, wenn die Gesellschaft mindestens <u>grundsätzlich</u> dieselben Pflichten für die Kotierung und die Aufrechterhaltung der Kotierung an einer Börse in der Schweiz zu erfüllen hat wie Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz <u>und die Beteiligungspapiere ein Stimmrecht vermitteln.</u></p>

Argumentation:

Wir teilen die im Erläuterungsbericht dargestellte Ansicht betreffend die Definition der "Hauptkotierung" und die grundsätzliche Gleichstellung des Begriffs der "Hauptkotierung" mit demjenigen der "Primärkotierung". Dennoch könnte sich die Voraussetzung, dass die Gesellschaft mindestens dieselben Pflichten hat wie schweizerische Gesellschaften, als zu einschränkend erweisen, z.B. wenn einer ausländischen Gesellschaft gewisse Erleichterungen gewährt wurden. Wir schlagen deshalb vor, das Adverb "mindestens" durch "grundsätzlich" zu ersetzen.

Gemäss Art. 53b Abs. 1 E-BEHV gilt eine ausländische Gesellschaft, die lediglich ein ausländisches Äquivalent zu Partizipationsscheinen, nicht aber Aktien, an einer Schweizer Börse kotiert hat, u.U. auch als in der Schweiz primärkotiert (allenfalls selbst wenn sie ihre Aktien an einer ausländischen Börse kotiert hat). Art. 53b Abs. 3 E-BEHV scheint jedoch davon auszugehen, dass nur kotierte Beteiligungspapiere mit Stimmrecht zu einer Primärkotierung führen können. Dem ist zuzustimmen und bei der Definition der Hauptkotierung entsprechend Rücksicht zu tragen.

E-BEHV	Änderungsvorschlag
<p>Art. 53b Abs. 2-4</p> <p>² Die Börse macht transparent, welche Beteiligungspapiere von Gesellschaften mit Sitz im Ausland in der Schweiz hauptkotiert sind.</p> <p>³ Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere in der</p>	<p>Art. 53b Abs. 2-3 (Art. 20 Abs. 1 und Art. 22 Abs. 1 BEHG)</p> <p>² Die Börse macht transparent, welche Beteiligungspapiere von Gesellschaften mit Sitz im Ausland in der Schweiz hauptkotiert sind. [in Abs. 3 verschoben]</p> <p>²³ Gesellschaften mit Sitz im Ausland,</p>

<p>Schweiz hauptkотиert sind, haben die aktuelle Gesamtzahl der ausgegebenen Beteiligungspapiere und die damit verbundenen Stimmrechte zu veröffentlichen.</p> <p>⁴ Die Börse macht transparent, welche Beteiligungspapiere von Gesellschaften mit Sitz im Ausland in der Schweiz hauptkотиert sind.</p>	<p>deren Beteiligungspapiere in der Schweiz hauptkотиert sind, haben die aktuelle Gesamtzahl der ausgegebenen Beteiligungspapiere und die damit verbundenen Stimmrechte zu veröffentlichen. [<i>entspricht Abs. 3 des Entwurfs</i>]</p> <p>³ Die Börse macht transparent, welche Beteiligungspapiere von Gesellschaften mit Sitz im Ausland in der Schweiz hauptkотиert sind, <u>unter Angabe der aktuellen Gesamtzahl der ausgegebenen Beteiligungspapiere und der damit verbundenen Stimmrechte. Die durch die Börse veröffentlichten Angaben sind für die Bestimmung der Meldepflicht von Art. 20 Abs. 1 BEHG massgeblich.</u></p>
---	--

Argumentation:

Im Hinblick auf die für die Meldepflicht geltenden Fristen sind wir der Überzeugung, dass die Gesamtzahl der Stimmrechte an einer ausländischen Gesellschaft transparent und einfach zu finden sein sollen. Es ist deshalb unabdingbar, eine zentralisierte Veröffentlichungsplattform vorzusehen, über die sich die Anleger über die relevante Gesamtzahl der Stimmrechte einer ausländischen Gesellschaft erkundigen können. Aus diesem Grund muss die Börse Massnahmen treffen, um die Transparenz sicherzustellen, auch wenn die Pflicht, diese Angaben zu veröffentlichen, primär der Gesellschaft obliegt. Darüber hinaus müssen Anleger, die sich auf diese Angaben gestützt haben, um ihre Beteiligung zu berechnen, von jeglichem Vorwurf einer Verletzung der Meldepflicht geschützt werden, z.B. wenn die Gesellschaft oder die Börse die Angaben nicht zeitnah aktualisieren oder falsch publizieren.

2 Art. 55a E-BEHV

E-BEHV	Änderungsvorschlag
<p>Art. 55a Abs. 1</p> <p>¹ Der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots (Rückkaufprogramm) fällt unter Vorbehalt von Artikel 55b nicht unter Artikel 33e Absatz 1 und 33f Absatz 1 des Gesetzes, wenn;</p>	<p>Art. 55a Abs. 1</p> <p>¹ Der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots (Rückkaufprogramm) fällt unter Vorbehalt von Artikel 55b <u>namentlich</u> nicht unter Artikel 33e Absatz 1 und 33f Absatz 1 des Gesetzes, wenn;</p>

Argumentation:

Entsprechend der europäischen Regelung im Sinne von *safe harbours* sollte auch im Rahmen von Art. 55a E-BEHV klargestellt werden, dass Rückkaufprogramme, auch wenn Sie nicht im Einklang mit den in Art. 55a E-BEHV enthaltenen Ausnahmebestimmungen erfolgen, nicht per se als Marktmissbrauch gelten.¹ Dies scheint uns ein zentraler Punkt zu sein, welcher adressiert werden sollte. Die Übernahme von *safe harbours*, ohne gleichzeitig die konzeptionelle Ausgestaltung ebenfalls zu berücksichtigen, kann unter Umständen gravierende Folgen haben und nicht zuletzt auch die Rechtssicherheit in einem sehr wichtigen Bereich stark einschränken.

Durch den Einschub des Adverbs "namentlich" würde klargestellt, dass die Auflistung in Art. 55a E-BEHV nicht abschliessend ist.

E-BEHV	Änderungsvorschlag
<p>Art. 55a Abs. 1 lit. c</p> <p>der Umfang der Rückkäufe pro Tag 25% des während dreissig Tagen vor der Veröffentlichung des Rückkaufprogramms durchschnittlich börslich gehandelten Tagesvolumens nicht übersteigt;</p>	<p>Art. 55a Abs. 1 lit. c</p> <p>der Umfang der Rückkäufe <u>auf der ordentlichen Handelslinie</u> pro Tag 25% des während <u>der</u> dreissig <u>vorangehenden</u> Tagen <u>vor der Veröffentlichung des Rückkaufprogramms</u> durchschnittlich börslich gehandelten Tagesvolumens nicht übersteigt;</p>

Argumentation:

Die Handelsvolumenbeschränkung sollte nur auf Rückkäufe auf der ordentlichen Handelslinie anwendbar sein und nicht auf Rückkäufe auf der separaten Handelslinie, Rückkäufe ausserhalb des Auftragsbuchs (wie etwa *block trades*) und aufgrund von Put-Optionen (da der Zeitpunkt der Ausübung dieser Optionen von der Gesellschaft nicht gesteuert werden kann).²

Die massgebliche Periode, auf welche sich die Beschränkung des Handelsvolumens stützt, sollte sich auf die 30 Tage vor dem effektiven Rückkauf beziehen, da der Aktienkurs sonst je nach Entwicklung der Liquidität ziemlich stark beeinflusst werden kann. In der EU gilt eine zweigeteilte Regel: Die Durchführungsverordnung (Verordnung (EG) Nr 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003) besagt in Art. 5 Abs. 2, dass das Handelsvolumen 20 Börsentage vor der Publikation des Programms entscheidend ist, falls das entsprechende relevante

¹ Siehe dazu insbesondere die Definition "Marktmissbrauch" in der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 (Marktmissbrauchsrichtlinie), welche u.a. Verhalten, das der zulässigen Marktpraxis entspricht ("generally accepted market practices" in der englischen Version), nicht erfasst. Vgl. ferner auch die Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Marktmissbrauchsrichtlinie. Schliesslich sei in diesem Zusammenhang auch auf die entsprechende Level 3 Guidance von ESMA hingewiesen.

² Vgl. UEK-RS Nr. 1, Rn 29.

Handelsvolumen im Rückkaufprogramm speziell offengelegt ist. Falls nicht, gilt es so, wie wir es hier vorschlagen.

E-BEHV	Änderungsvorschlag
<p>Art. 55a Abs. 1 lit. d</p> <p>der Kaufpreis nicht höher ist als der letzte unabhängig erzielte Abschlusspreis oder als der gegenwärtig beste unabhängige Angebotspreis, sofern dieser unter dem letzten unabhängig erzielten Abschlusspreis liegt;</p>	<p>Art. 55a Abs. 1 lit. d</p> <p>der Kaufpreis <u>bei einem Rückkaufprogramm zum Marktpreis auf der ordentlichen Handelslinie</u> nicht höher ist als der letzte unabhängig erzielte Abschlusspreis oder als der gegenwärtig beste unabhängige Angebotspreis, sofern dieser unter dem letzten unabhängig erzielten Abschlusspreis liegt. <u>Bei Rückkäufen auf einer separaten Handelslinie, auf welcher nur die rückkaufende Gesellschaft oder ein von ihr beauftragter Effekthändler Geldkurse ins Auftragsbuch stellen, darf dieser den letzten auf der ordentlichen Handelslinie bezahlten Kurs um höchstens 5% übersteigen;</u></p>

Argumentation:

So wie Art. 55a Abs. 1 lit. d E-BEHV formuliert ist, wäre er auch auf Rückkäufe zum Festpreis und mittels Put-Optionen anwendbar, was u.E. nicht die Meinung sein kann. Diese Arten von Rückkäufen finden nicht über die Börse statt, sind mit Publizität verbunden und können daher von vornherein nicht unter den Marktmissbrauchstatbestand fallen. Deshalb schlagen wir vor, dies klarzustellen.

Der Vorschlag, die Zusatzkosten, die im Rahmen von Rückkäufen über die zweite Handelslinie unbestrittenermassen anfallen, mittels einer Kommission zu begleichen, ist nicht praktikabel bzw. abwicklungstechnisch nicht umsetzbar, da die Börsensysteme die Zahlung solcher Kommissionen nicht ermöglichen.

Die vorgeschlagene Regel würde u.E. Rückkäufe auf der zweiten Handelslinie somit praktisch verunmöglichen. Wir empfehlen deshalb, in Bezug auf den erlaubten Aufschlag bei Rückkäufen über die zweite Handelslinie die bisherige Regelung gemäss dem UEK-Rundschreiben Nr. 1 zu übernehmen.³

E-BEHV	Änderungsvorschlag
<p>Art. 55a Abs. 1 lit. e</p> <p>während des Rückkaufprogramms</p>	<p>Art. 55a Abs. 1 lit. e</p> <p><u>ausser im Rahmen von Mitarbeiterbe-</u></p>

³ UEK-RS Nr. 1, N 32.

keine eigenen Beteiligungspapiere verkauft werden;	<u>teilungsprogrammen, Wandelanleihen oder dem zulässigen Bereitstellen von Liquidität (Market Making)</u> während des Rückkaufprogramms keine eigenen Beteiligungspapiere verkauft werden;
--	---

Argumentation:

Die vorgeschlagene Regel würde es Gesellschaften, welche Mitarbeiterbeteiligungsprogramme oder ausstehende Wandelanleihen haben, verunmöglichen, Rückkaufprogramme durchzuführen. Auch aus steuerrechtlichen Gründen kann es angezeigt sein, Aktien während der Laufzeit von Rückkaufprogrammen wieder zu veräussern. Zudem sollte es für Gesellschaften, deren Titel wenig liquide sind, weiterhin möglich sein, im zulässigen Umfang Market Making zu betreiben, sprich im Rahmen einer bestimmten Geld-Brief-Spanne Kurse zu stellen bzw. durch einen beauftragten Dritten stellen zu lassen.⁴ Deshalb sollte die Verordnung hier zusätzliche Flexibilität vorsehen (vgl. dazu unsere Kommentare zu Art. 55a Abs. 2).

E-BEHV	Änderungsvorschlag
<p>Art. 55a Abs. 2</p> <p>² Die Übernahmekommission kann im Einzelfall Rückkäufe in einem grösseren Umfang als nach Absatz 1 Buchstabe b und c vorgesehen bewilligen.</p>	<p>Art. 55a Abs. 2</p> <p>² Die Übernahmekommission kann im Einzelfall Rückkäufe in einem grösseren Umfang als nach Absatz 1 Buchstabe b und c vorgesehen bewilligen. <u>Zudem kann sie im Einzelfall weitere Verkäufe von der Einschränkung nach Absatz 1 Buchstabe e ausnehmen.</u></p>

Argumentation:

Wie oben im Zusammenhang mit Art. 55a Abs. 1 lit. e bereits angeführt, sollte in einer Reihe von Fällen der Verkauf von eigenen Beteiligungsrechten auch während der Dauer eines Rückkaufprogramms möglich sein. Einen abschliessenden Katalog in der Verordnung aufzunehmen, würde innert kurzer Frist zu Problemen führen. Die vorgeschlagene Ergänzung von Art. 55 Abs. 2 bezweckt deshalb, der Übernahmekommission die Kompetenz für Ausnahmen im Einzelfall zu geben und damit eine gewisse Flexibilität zu ermöglichen. Als ein Beispiel sei hier etwa der Verkauf von eigenen Beteiligungspapiere im Rahmen von Stabilisierungsmassnahmen genannt, die gemäss Art. 55d E-BEHV in gewissen Schranken ja auch weiterhin zulässig sind.

⁴ Vgl. zur Zulässigkeit von Market Making auch den Erläuterungsbericht zur Änderung der Börsenverordnung vom 15. November 2012, 6.

E-BEHV	Änderungsvorschlag
[neu]	<p>Art. 55a Abs. 3</p> <p>³ <u>Der nicht öffentliche Rückkauf eigener Beteiligungspapiere fällt unter Vorbehalt von Artikel 55b nicht unter Artikel 33e Absatz 1 und 33f Absatz 1 des Gesetzes, wenn er nicht gegen die Verbote des Insiderhandels und der Marktmanipulation im Sinne des Gesetzes verstösst.</u></p>

Argumentation:

Mit dem neuen Absatz 3 schlagen wir vor, explizit auch nicht öffentliche Rückkäufen eigener Beteiligungspapiere zu regeln. Solche Rückkäufe werden im Erläuterungsbericht als verdeckte Rückkäufe beschrieben.

Da die öffentlichen Rückkäufe explizit im Sinne einer Ausnahme geregelt sind, könnte argumentiert werden, dass die privaten Rückkäufe nicht zulässig sein sollen (*argumentum e contrario*). Zudem äussert sich auch der Erläuterungsbericht nur knapp und auch etwas verklausuliert zur Zulässigkeit der verdeckten Rückkäufe und sagt: "Hauptvoraussetzung für die Anwendbarkeit der Ausnahme [also die Nichtanwendbarkeit von nArt. 33e Abs. 1 und nArt. 33f Abs. 1 BEHG] ist, dass der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots, d.h. eines sog. Rückkaufprogramms erfolgt. Nicht öffentlich angekündigte Rückkäufe (sog. verdeckte Rückkäufe) werden aufgrund der mangelnden Transparenz nicht von der Ausnahme erfasst. Verdeckte Rückkäufe sind damit jedoch nicht generell unzulässig, sondern nur dann, wenn sie gegen die Verbote der Marktmanipulation und des Insiderhandels verstossen."⁵

Da nicht öffentliche Rückkäufe von eigenen Beteiligungspapieren in der Praxis von erheblicher Bedeutung sind, schlagen wir im Sinne der Rechtssicherheit vor, in der Verordnung festzuhalten, dass auch solche Rückkäufe zulässig sind, sofern sie nicht gegen die Verbote des Insiderhandels und der Marktmanipulation im Sinne des Gesetzes verstossen, dies unter Vorbehalt von Artikel 55b wie er auch für die öffentlichen Rückkäufe gemäss Abs. 1 gilt.

3 Art. 55b E-BEHV

E-BEHV	Änderungsvorschlag
<p>Art. 55b Abs. 1 (Ingress)</p> <p>¹ Artikel 55a findet keine Anwendung auf den Rückkauf eigener Beteili-</p>	<p>Art. 55b Abs. 1 (Ingress)</p> <p>¹ Artikel 55a findet keine Anwendung auf den Rückkauf eigener Beteiligungs-</p>

⁵ Erläuterungsbericht zur Änderung der Börsenverordnung vom 15. November 2012, 4.

gungspapiere im Rahmen eines Rückkaufprogramms, wenn der Rückkauf angekündigt oder vorgenommen wird:	papiere im Rahmen eines Rückkaufprogramms , wenn der Rückkauf angekündigt oder vorgenommen wird:
--	---

Argumentation:

Die Streichung des Bezugs auf Rückkaufprogramme in Art. 55b Abs. 1 (Ingress) ist aufgrund des von uns neu vorgeschlagenen Abs. 3 von Art. 55a notwendig, um klarzustellen, dass auch nicht öffentliche Rückkäufe von eigenen Beteiligungspapieren während Black-out-Perioden nicht getätigt werden dürfen.

4 Art. 55d E-BEHV

E-BEHV	Änderungsvorschlag
<p>Art. 55d</p> <p>Preisstabilisierung nach öffentlicher Effektenplatzierung</p> <p>Die Vornahme von Effektengeschäften, die bezwecken, den Kurs einer Effekte, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen ist, zu stabilisieren, fällt nicht unter Artikel 33e Absatz 1 und 33f Absatz 1 des Gesetzes, wenn:</p> <p>a. die Effektengeschäfte innerhalb von 30 Tagen nach der öffentlichen Platzierung der zu stabilisierenden Effekte erfolgen;</p> <p>b. die Effektengeschäfte höchstens zum Emissionspreis oder beim Handel mit Bezugs- oder Wandelrechten höchstens zum Marktpreis erfolgen;</p> <p>c. die Dauer, während der die Effektengeschäfte längstens vorgenommen werden können und der für ihre Vornahme zuständige Effektenhändler vor Aufnahme des Handels der zu stabilisierenden Effekte veröffentlicht werden; und</p>	<p>Art. 55d</p> <p>Preisstabilisierung nach öffentlicher Effektenplatzierung</p> <p>Die Vornahme von Effektengeschäften, die bezwecken, den Kurs einer Effekte, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen ist, zu stabilisieren, fällt <u>namentlich</u> nicht unter Artikel 33e Absatz 1 und 33f Absatz 1 des Gesetzes, wenn:</p> <p>a. die Effektengeschäfte innerhalb von 30 Tagen nach der <u>öffentlichen</u> Platzierung der zu stabilisierenden Effekte erfolgen;</p> <p>b. die Effektengeschäfte höchstens zum Emissions- <u>bzw. Platzierungspreis</u> oder beim Handel mit Bezugs- oder Wandelrechten sowie beim Handel in Aktien im Rahmen der Platzierung von Wandelanleihen höchstens zum Marktpreis erfolgen;</p> <p>c. die Dauer, während der die Effektengeschäfte längstens vorgenommen werden können <u>und</u>, der für ihre Vornahme zuständige Effektenhändler <u>und Angaben über eine allfällige Mehrzuteilung oder</u></p>

<p>d. die Effektengeschäfte der Börse spätestens am siebten Handelstag nach der Vornahme gemeldet und am Tag der Vornahme des letzten stabilisierenden Effektengeschäfts durch die Emittentin veröffentlicht werden.</p>	<p><u>Greenshoe-Option (inklusive Umfang, Zeitraum, in welchem die Greenshoe-Option ausgeübt werden soll und Voraussetzungen für eine Mehrzuteilung oder die Ausübung der Greenshoe-Option)</u> vor Aufnahme des Handels der zu stabilisierenden Effekte veröffentlicht werden; und</p> <p>d. die Effektengeschäfte der Börse spätestens am siebten Handelstag nach der Vornahme gemeldet und am Tag der Vornahme des letzten stabilisierenden Effektengeschäfts <u>innerhalb einer Woche nach Ablauf der Stabilisierung</u> durch die Emittentin veröffentlicht werden.</p>
--	---

Argumentation:

Grundsätzlich befürworten wir die in Art. 55d BEHV vorgeschlagene Regelung der Preisstabilisierung und deren Zweck, diese an die in der EU geltenden Standards anzugleichen. Die im Entwurf vorgesehene Ausnahme stimmt aber nur teilweise mit derjenigen der EU überein. Im Sinne einer Angleichung an die bewährten internationalen Standards und insbesondere an die europäische Regelung⁶ schlagen wir vor, die folgenden Änderungen vorzunehmen:

Entsprechend der europäischen Regelung sollte auch im Rahmen von Art. 55d E-BEHV klargestellt werden, dass Stabilisierungsmassnahmen, auch wenn Sie nicht im Einklang mit den in Art. 55d E-BEHV enthaltenen Ausnahmebestimmungen erfolgen, nicht per se als Marktmissbrauch gelten.⁷

Es widerspräche der Marktpraxis und wohl weitgehend auch der Regelung in der EU eine Ausnahmeregelung nur bei Preisstabilisierung im Rahmen "öffentlicher Platzierungen" zuzulassen. Die EU-Regelung in Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 gilt für jede "significant distribution" von Effekten und geht davon aus, dass diese "significant distribution" zwar (aus Ad hoc und anderen Erwägungen) öffentlich angekündigt (Art. 2 Ziff. 9.), aber eben nicht notwendigerweise "öffentlich angeboten" oder "öffentlich platziert" werden. Reine Umplatzierungen mittels *block trade* gelten zwar nicht als "signficiant distribution" (Erwägung 14), doch darf man davon ausgehen, dass beispielsweise Kapitalerhöhungen unter Ausschluss des Bezugsrechtes und Platzierung mittels Bookbuilding (die hierzulande immer

⁶ Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission vom 22. Dezember 2003 zur Durchführung der Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates — Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmaßnahmen, ABl. L336/33 vom 23. Dezember 2003.

⁷ Siehe dazu bereits die Argumentation zum Vorschlag zu Art. 55a Abs. 1.

häufiger vorkommen) auch für die vorgesehene Ausnahme qualifizieren. Entsprechend regen wir an, "öffentlich" zu streichen.

Bei der Ausgabe von Wandelanleihen muss die Stabilisierung grundsätzlich in den Aktien erfolgen, in die diese Anleihen wandelbar sind. Eine entsprechende Klarstellung ist daher anzubringen (vgl. Art. 10 Ziff. 2 der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003)).

- Das Bestehen einer Mehrzuteilungsoption (sog. Greenshoe-Option) sollte auch in diesem Zusammenhang veröffentlicht werden (vgl. Art. 9(1)(e) der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003). Eine solche Offenlegungspflicht begründet keine neue Pflicht, sondern entspricht der in Ziff. 8 der Zuteilungsrichtlinien für den Emissionsmarkt der SBVG vorgesehenen Regelung, die als Mindeststandard der Selbstregulierung im Sinne vom FINMA-RS 08/gilt.
- Anstelle der Pflicht, den Markt umgehend am Tag der Vornahme des letzten stabilisierenden Effektengeschäfts zu benachrichtigen, gewährt die EU (den) Marktteilnehmern eine einwöchige Frist, um die Öffentlichkeit über die im Rahmen der Preisstabilisierungsmassnahmen getätigten Geschäfte zu informieren (vgl. Art. 9(3) der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003). Wir sehen hier kein besonderes Bedürfnis, von der EU-Regelung abzuweichen und schlagen vor, diese zu übernehmen.

5 Art. 55e E-BEHV

E-BEHV	Änderungsvorschlag
<p>Art. 55e</p> <p>Übrige zulässige Effektengeschäfte</p> <p>¹ Folgende Effektengeschäfte fallen nicht unter Artikel 33e Absatz 1 und 33f Absatz 1 des Gesetzes:</p> <p>a. Die Umsetzung des eigenen Entschlusses, ein Effektengeschäft zu tätigen; vorausgesetzt der Entschluss wurde nicht aufgrund einer Insiderinformation gefasst.</p> <p>b. Der Erwerb von Effekten der Zielgesellschaft durch die potenzielle Anbieterin im Hinblick auf die Veröffentlichung eines öffentlichen Kaufangebots; vorausgesetzt der Entschluss, ein öffentliches Kaufangebot zu veröffentlichen,</p>	<p>Art. 55e</p> <p>Übrige zulässige Effektengeschäfte</p> <p>¹ Folgende Effektengeschäfte fallen nicht unter Artikel 33e Absatz 1 und <u>Artikel 4033f Absatz 1</u> des Gesetzes:</p> <p>a. Die Umsetzung des eigenen Entschlusses, ein Effektengeschäft zu tätigen; vorausgesetzt der Entschluss wurde nicht aufgrund einer <u>anderen</u> Insiderinformation gefasst.</p> <p>b. <u>In Anwendung von Absatz 1 Buchstabe a</u> oder Erwerb von Effekten der Zielgesellschaft <u>oder eigener Effekten</u> durch die potenzielle Anbieterin im Hinblick auf die Veröffentlichung eines öffentlichen Kauf- <u>oder Tausch</u>angebots; vorausgesetzt der Entschluss,</p>

<p>wurde nicht aufgrund einer Insiderinformation gefasst.</p> <p>c. Effektengeschäfte von Bund, Kantonen, Gemeinden und der schweizerischen Nationalbank (SNB) im Rahmen ihrer öffentlichen Aufgaben; vorausgesetzt sie erfolgen nicht zu Anlagezwecken.</p>	<p>ein öffentliches Kaufangebot zu veröffentlichen, wurde nicht aufgrund einer <u>anderen</u> Insiderinformation gefasst.</p> <p>c. <u>Effektengeschäfte zwischen Personen, die in Kenntnis der Insiderinformation handeln.</u></p> <p><u>de.</u> Effektengeschäfte von Bund, Kantonen, Gemeinden und der schweizerischen Nationalbank (SNB) <u>inm</u> <u>ErfüllungRahmen</u> ihrer öffentlichen Aufgaben; vorausgesetzt sie erfolgen nicht zu Anlagezwecken.</p> <p><u>² Die Umsetzung durch beauftragte Dritte ist der Umsetzung durch eigene Handlungen gemäss Absatz 1 gleichgestellt.</u></p>
--	--

Argumentation:

Da der Grundsatz "Keiner kann sein eigener Insider sein" auf Gesetzesstufe nicht geregelt wurde, begrüssen wir es, dass der bundesrätliche Vorschlag diesen nun auf Verordnungsstufe regelt. Die vorgeschlagene Bestimmung erfasst einige bedeutende Situationen, sollte jedoch aus Gründen der Rechtssicherheit ergänzt werden.

Wir schlagen vor, das in einem neuen Absatz 2 klargelegt wird, dass es für die Zwecke der Ausnahmebestimmung irrelevant ist, ob die Umsetzung des Entschlusses durch eigene Handlungen oder durch beauftragte Dritte erfolgt (dies wurde bereits im Vorschlag der Expertenkommission vorgesehen, Artikel 44a Absatz 4 des Vorschlags).

Weiter sollte klargelegt werden, dass Buchstabe b ein Anwendungsfall von Buchstabe a des Absatz 1 ist, da die (scheinbar als abschliessend gedachte) Aufzählung andernfalls zu Unklarheiten führt.

Beim Anwendungsfall öffentlicher Kaufangebote (Absatz 1 Buchstabe b) sind auch Tauschangebote aufzuführen, da bei diesen die Beschaffung der zum Tausch angebotenen Effekten ebenfalls ein Handeln in Umsetzung des Entschlusses darstellt.

Wir schlagen weiter vor, in einem neuen Buchstaben c klarzustellen, dass Effektengeschäfte zwischen Insidern nicht strafbar sind. Wenn ein Mitglied des Verwaltungsrates in Kenntnis einer bevorstehenden Fusion seine Aktien veräussern will (oder muss), muss er dies tun können, sofern er die Gegenseite über die Insiderinformation in Kenntnis setzt (selbstverständlich sind dabei die notwendigen Massnahmen zur Sicherstellung der Geheimhaltung zu treffen). Die Kenntnis der Vertragspartei stellt sicher, dass ein Ausnützen der Gegenpartei verhindert wird und der Preis (bilateral) ohne Informationsasymmetrie verhandelt werden kann.

Die Klarstellung ist erforderlich, weil der Schutz der Funktionsfähigkeit der Finanzmärkte unter Umständen einen anderen Schluss erlauben könnte.

Wir erachten es sodann als wichtig, dass durch ausdrücklichen Verweis auf Artikel 40 BEHG klargestellt wird, dass die Ausnahmeregelung für den strafrechtlichen und aufsichtsrechtlichen Tatbestand in gleichem Mass gilt. Der Erläuterungsbericht erwähnt dies aufgrund des Verweises auf Art. 14 StGB, eine ausdrückliche Erwähnung im Verordnungstextes ist aus Gründen der Rechtssicherheit jedoch notwendig.

Der Verweis auf Artikel 33f Absatz 1 BEHG (Marktmanipulation) ist systemwidrig und folglich zu streichen. Bei den Ausnahmetatbeständen geht es nicht um Situationen, in denen durch echte Transaktionen falsche oder irreführende Signale gegeben werden. Es geht um echte Transaktionen, die "richtige" Signale geben.

6 Art. 55f E-BEHV

E-BEHV	Änderungsvorschlag
<p>Art. 55f</p> <p>Die Mitteilung einer Insiderinformation an eine Person fällt nicht unter Artikel 33e Absatz 1 des Gesetzes, wenn die Person zur Erfüllung ihrer gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten auf die Kenntnis der Insiderinformation angewiesen ist.</p>	<p>Art. 55f</p> <p>Die Mitteilung einer Insiderinformation an eine Person fällt nicht unter Artikel 33e Absatz 1 des Gesetzes, wenn:</p> <p><u>a. die Person zur Erfüllung ihrer gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten auf die Kenntnis der Insiderinformation angewiesen ist, oder</u></p> <p><u>b. der Mitteilende einen anderen berechtigten Grund für die Mitteilung hat und angemessene Vorkehrungen trifft, um zu gewährleisten, dass die Mitteilung zu keiner unzulässigen Ausnutzung der Insiderinformation im Sinne des Gesetzes führt.</u></p>

Argumentation:

Der bundesrätliche Vorschlag erfasst einen wichtigen, aber nicht den einzigen legitimen Grund für die Mitteilung einer Insiderinformation an eine weitere Person. So kann eine Gesellschaft etwa darauf angewiesen sein, ein vertrauliches Projekt mit ihrem Hauptaktionär zu besprechen, um sich seiner Unterstützung zu versichern, obschon diesen keine gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten treffen (vgl. auch Art. 40 Abs. 1 BEHG: "aufgrund ihrer Beteiligung"). Eine abschliessende Aufzählung berechtigter Gründe dürfte nicht möglich und auch nicht erforderlich sein (so enthält auch Art. 3 der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie eine offene

Umschreibung der zulässigen Verhaltensweisen: "soweit dies ... im normalen Rahmen der Ausübung ihrer Arbeit oder ihres Berufes oder der Erfüllung ihrer Aufgaben geschieht", und das FINMA-RS 2008/38 verwendet in Rz. 12 den unbestimmten Begriff einer "ungerechtfertigten" Weitergabe; vgl. auch § 14(1) Ziff. 2 dt. WpHG: "unbefugt mitzuteilen"). Hingegen darf vom Mitteilenden in den nicht spezifisch geregelten Fällen erwartet werden, dass er die zumutbaren Vorkehrungen zur Verhinderung unzulässiger Ausnützungshandlungen trifft (etwa durch Abschluss einer 'Stillhaltevereinbarung' mit dem Empfänger der Information, wonach dieser weder die Information weiterverbreiten noch im betroffenen Titel Geschäfte tätigen darf).

Eine hinreichend breite Umschreibung der zulässigen Verhaltensweisen ist bei diesem Punkt um so wichtiger, als das Gesetz selbst in Art. 33e lit. b – anders als im Falle von Art. 33e lit. a und c ("*ausnützen*") und von Art. 33f Abs. 1 ("*falsche oder irreführende Signale*") – keine wertenden Begriffe enthält, die es erlauben würden, offensichtlich legitimes Verhalten auch ausserhalb der in der Verordnung definierten Fälle als zulässig anzuerkennen. Vielmehr ist nach dem Gesetzeswortlaut jedes "*Mitteilen*" unzulässig, sofern es nicht unter die Ausnahmebestimmung der Verordnung fällt. Diese muss im Bereich der aufsichtsrechtlichen Vorschriften die einschränkende Funktion übernehmen, welche in der Strafbestimmung von Art. 40 Abs. 1 BEHG dem Erfordernis zukommt, wonach der Täter mit dem Vorsatz handeln muss, durch die Mitteilung sich oder einem anderen einen Vermögensvorteil zu verschaffen.

Für die wohlwollende Prüfung unserer Änderungsvorschläge danken wir Ihnen.

Mit freundlichen Grüssen



Roland Truffer



Dr. Till Spillmann

De : [_EFD-RD-Regulierung](#)
A : ...
Objet : WG: Einladung zur Anhörung "Änderung der Börsenverordnung"
Date : lundi, 17 décembre 2012 08:14:11

Von: Luca Schenk ...
Gesendet: Sonntag, 16. Dezember 2012 17:03
An: _EFD-RD-Regulierung
Cc: ...
Betreff: Re: Einladung zur Anhörung "Änderung der Börsenverordnung"

Sehr geehrte Damen und Herren

vielen Dank für die Einladung zur Anhörung zur Änderung der Börsenverordnung.

Wir haben dem vorgeschlagenen Entwurf nichts einzuwenden.

Freundliche Grüsse

Luca Schenk

Dr. Luca Schenk | Geschäftsführer
BX Berne eXchange | Berner Börsenverein
Aarberggasse 36 | CH-3011 Bern
T +41 (0)31 329 40 40 | F +41 (0) 31 311 53 09
O office@berne-x.com | D luca.schenk@berne-x.com
www.berne-x.com

This message contains information which may be confidential. It is intended for the addressee(s) only. Unless you are a named addressee (or authorised by an addressee who received this message), access to this e-mail, or any disclosure or copying of its contents, or any action taken (or not taken) in reliance on it is unauthorised and may be unlawful. If you have received this e-mail in error, please inform the sender immediately.

Vorab per E-Mail: regulierung@gs-efd.admin.ch

Eidg. Finanzdepartement
Rechtsdienst
Bundesgasse 3
Bernhof
3003 Bern

17. Dezember 2012

Anhörung zur Änderung der Börsenverordnung (Börsendelikte und Marktmissbrauch)

Sehr geehrte Damen und Herren

Mit Schreiben vom 15. November 2012 haben Sie uns in rubrizierter Angelegenheit zur Stellungnahme eingeladen. Für diese Gelegenheit der Meinungsäusserung danken wir Ihnen. Trotz der erneut kurzen Frist hat economiesuisse dazu bei ihren Mitgliedern eine interne Konsultation durchgeführt und nimmt aus gesamtwirtschaftlicher Sicht Stellung. Für spezifische Fragen verweisen wir auf die ausführlichen Eingaben der Schweizerischen Bankiervereinigung, der UBS AG und der SwissHoldings.

Zusammenfassung

economiesuisse begrüsst grundsätzlich die Stossrichtung der Revision der Börsenverordnung. Etliche Tatbestände sind jedoch zu starr und sollten flexibler ausgestaltet werden. Zudem müssen sie – um Rechtssicherheit zu gewährleisten – bestimmter formuliert werden.

economiesuisse unterstützt griffige Regeln gegen Fehlverhalten am Markt. Wegen der internationalen Ausrichtung unserer Wirtschaft und der Verflechtung der Märkte sollen sich diese Regeln – dort wo sinnvoll und zweckmässig – grundsätzlich an internationalen Benchmarks ausrichten. Wenn - im Rahmen der Zielsetzung eines korrekt funktionierenden Kapitalmarkts, in den die Marktteilnehmer Vertrauen haben – Regulierungsspielraum besteht, ist dieser im Sinne der liberalen rechtspolitischen Tradition unseres Landes zu nutzen. Unnötig weitgehende und unverhältnismässige Regulierungen gilt es zu vermeiden. Diese Grundsätze gelten auch für vorliegende Revision der Börsenverordnung, welche die teils sehr offen formulierten Bestimmungen des revidierten Börsengesetzes umzusetzen hat.

1 Inhalt der Vorlage

Mit der Revision der Börsenverordnung wird die Ende September 2012 verabschiedete Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) umgesetzt.

Mit der Änderung der Börsenverordnung werden Ausnahmen von den neu im Börsengesetz geregelten aufsichtsrechtlichen Verboten des Insiderhandels und der Marktmanipulation formuliert. Sie betreffen insbesondere den Rückkauf eigener Beteiligungen und Effektengeschäfte zum Zweck der Preisstabilisierung nach einer öffentlichen Effektenplatzierung. Zudem wird der in der schweizerischen Lehre und Rechtsprechung bereits bisher anerkannte, jedoch nicht genau definierte Grundsatz «Keiner kann sein eigener Insider sein» kodifiziert. Im Bereich des Offenlegungs- und Übernahmerechts wird der Begriff der «Hauptkotierung» definiert. Auch damit wird Rechtssicherheit geschaffen und sichergestellt, dass der Begriff von den massgebenden Behörden einheitlich verwendet wird.

2 Allgemeines

Wie *economiesuisse* bereits bei der Revision des Börsengesetzes ausgeführt hat, haben verschiedene Ereignisse in der schweizerischen Unternehmenslandschaft in den letzten Jahren gezeigt, wie wichtig zeitgemässe und griffige Kapitalmarktverhaltensregeln sind. Kommt der Eindruck auf, dass gewisse Marktteilnehmer zu Lasten anderer Marktteilnehmer Schlupflöcher nutzen oder Regelungen umgehen, führt dies zu Verunsicherung auf dem Kapital- und insbesondere auf dem Anlagemarkt, die sich für den Wirtschaftsstandort und für die Marktteilnehmer (insbesondere auch die Emittenten) negativ auswirken können.

economiesuisse unterstützt daher griffige Regeln gegen Fehlverhalten am Markt. Wegen der internationalen Ausrichtung unserer Wirtschaft und der Verflechtung der Märkte sollen sich diese Regeln – dort wo sinnvoll und zweckmässig – grundsätzlich an internationalen Benchmarks ausrichten. Wenn – im Rahmen der Zielsetzung eines korrekt funktionierenden Kapitalmarkts, in den die Marktteilnehmer Vertrauen haben – Regulierungsspielraum besteht, ist dieser im Sinne der liberalen rechtspolitischen Tradition unseres Landes zu nutzen. Unnötig weitgehende und unverhältnismässige Regulierungen gilt es zu vermeiden. Diese Grundsätze gelten auch für vorliegende Revision der Börsenverordnung, welche die teils sehr offen formulierten Bestimmungen des revidierten Börsengesetzes umzusetzen hat.

3 Im Speziellen

3.1 Offenlegung von Beteiligungen und öffentliche Kaufangebote: Hauptkotierung

Die Stossrichtung von Art. 53b E-BEHV wird begrüsst. Beteiligungspapiere ausländischer Gesellschaften gelten demnach in der Schweiz als hauptkotiert, wenn die Gesellschaft mindestens dieselben Pflichten für die Kotierung und die Aufrechterhaltung der Kotierung an einer Börse in der Schweiz zu erfüllen hat, wie Gesellschaften in der Schweiz.

Zu Recht kritisieren einzelne Mitglieder von *economiesuisse* aus dem Bankensektor die Formulierung von Art. 53b E-BEHV als zu unbestimmt. Zudem sollte den Marktteilnehmern die Möglichkeit eingeräumt werden, sämtliche relevanten Grunddaten effizient und zentral elektronisch abzurufen. Für die ausführlichen Begründungen verweisen wir diesbezüglich auf die Stellungnahmen der Schweizerischen Bankiervereinigung und der UBS AG.

3.2 Kapitel 5a: Zulässiges Marktverhalten

3.2.1 Vorbemerkungen

Die neu im Börsengesetz geregelten aufsichtsrechtlichen Verbote des Insiderhandels (Art. 33e Abs. 1 BEHG) und der Marktmanipulation (Art. 33f Abs. 1 BEHG) wurden bewusst breit formuliert. Da sie auch Verhaltensweisen erfassen die wirtschaftlich gerechtfertigt sind, wurde der Bundesrat ermächtigt, Vorschriften über die zulässige Verwendung von Insiderinformationen und über zulässige Verhaltensweisen im Zusammenhang mit Marktmanipulation zu erlassen (vgl. Art. 33e Abs. 2 und Art. 33f Abs. 2 BEHG).

Aus Sicht von *economiesuisse* sind die vorgeschlagenen Regeln zu eng. *economiesuisse* verlangt diesbezüglich eine grundsätzliche Anpassung der Verordnung.

Gemäss Erläuterungsbericht gelten gestützt auf Art. 14 StGB die Ausnahmen des Kapitels 5a auch für das Strafrecht. Folglich ist sicherzustellen, dass die Ausnahmen umfassend und genau in der BEHV festgelegt werden.

3.2.2 Art. 55a E-BEHV: Rückkauf eigener Beteiligungspapiere

Art. 55a E-BEHV ist für *economiesuisse* zu starr. Auch im neuen Recht muss die Übernahmekommission die Möglichkeit haben, Ausnahmeverfügungen zu erlassen. Für ausführliche Begründungen sowie konkrete Anpassungsvorschläge verweisen wir auf die Stellungnahmen der Schweizerischen Bankiervereinigung, der UBS AG und der SwissHoldings, die wir vollumfänglich unterstützen.

3.2.3 Art. 55b E-BEHV: Black-out Perioden

Die vorgeschlagene Regelung würde es insbesondere grossen Unternehmen verunmöglichen Rückkaufprogramme aufzusetzen, da diese laufend Projekte haben, die unter einen Bekanntgabeaufschub fallen. Art. 55b E-BEHV ist diesbezüglich anzupassen. Wir verweisen diesbezüglich auf die Stellungnahme von SwissHoldings, die vollumfängliche Unterstützung findet.

3.2.4 Art. 55c E-BEHV: Inhalt des Rückkaufinserats *economiesuisse* ist mit Art. 55c E-BEHV einverstanden.

3.2.5 Art. 55d E-BEHV: Preisstabilisierung nach öffentlicher Effektenplatzierung *economiesuisse* verweist betreffend Art. 55d E-BEHV auf die Stellungnahmen Schweizerischen Bankiervereinigung, der UBS AG und der SwissHoldings.

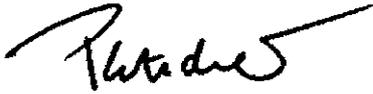
3.2.6 Art. 55e E-BEHV: Übrige zulässige Effektengeschäfte Für *economiesuisse* sind die in Art. 55e E-BEHV aufgeführten Ausnahmen zu eng gefasst. Dies führt in der praktischen Anwendung zu Rechtsunsicherheiten. Zudem sollten Käufe oder Verkäufe von Effekten, die einzig dem Nachvollzug von Indexneugestaltungen in einem Portfolio dienen, ausdrücklich als zulässig erklärt werden. Wir verweisen diesbezüglich auf die Stellungnahme von SwissHoldings bzw. der Schweizerischen Bankiervereinigung und der UBS AG, die unterstützt werden.

3.2.7 Art. 55f E-BEHV: Zulässige Mitteilung von Insiderinformationen *economiesuisse* ist mit Art. 55f E-BEHV einverstanden.

Für die Berücksichtigung unserer Anliegen danken wir Ihnen bestens. Bei Fragen oder Unklarheiten stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüße

economiesuisse



Thomas Pletscher
Vorsitzender der Geschäftsleitung



Dr. Meinrad Vetter
Stv. Leiter Wettbewerb & Regulatorisches

GS / EFL
+ 29. Nov. 2012 +
LO/AM



Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
Autorité fédérale de surveillance des marchés financiers FINMA
Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari FINMA
Swiss Financial Market Supervisory Authority FINMA

CH-3003 Bern

A-Post

Eidgenössisches Finanzdepartement
Rechtsdienst
Herr Daniel Roth
Frau Sarah Jungo
Bundesgasse 3 / Bernerhof
3003 Bern

Referenz: A300235/5406477/5406478

Kontakt: Nussbaumer Annemarie

Bern, 27. November 2012

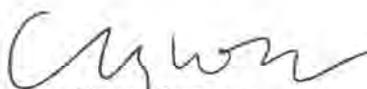
Anhörung zur Änderung der Börsenverordnung (Börsendelikte und Marktmissbrauch)

Sehr geehrter Herr Roth
Sehr geehrte Frau Jungo

Wir beziehen uns auf Ihre Einladung zur Anhörung vom 15. November 2012 und teilen Ihnen mit, dass die FINMA in dieser Angelegenheit keine weitere Stellungnahme abgeben wird, da unsere Hauptanliegen und Anregungen bereits während der Ausarbeitungsphase in den vorliegenden Entwurf aufgenommen worden sind. Gerne bedanken wir uns an dieser Stelle für die konstruktive und angenehme Zusammenarbeit.

Freundliche Grüsse

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
Geschäftsbereich Enforcement



Patric Eymann



Annemarie Nussbaumer



Per E-Mail

Eidg. Finanzdepartment
Rechtsdienst
Bundesgasse 3
Bernerhof
3003 Bern

Homburger AG

Prime Tower
Hardstrasse 201 | CH-8005 Zürich
Postfach 314 | CH-8037 Zürich

T +41 43 222 10 00
F +41 43 222 15 00
lawyers@homburger.ch

17. Dezember 2012 | APH

Stellungnahme zur Änderung der Börsenverordnung (Börsendelikte und Marktmissbrauch)

Sehr geehrte Damen und Herren

Mit Schreiben vom 15. November 2012 hat das Eidgenössische Finanzdepartment (**EFD**) interessierte Kreise eingeladen, zur geplanten Änderung der Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel (**Börsenverordnung** oder **BEHV**) vom 2. Dezember 1996 Stellung zu nehmen.

Die Anwaltskanzlei Homburger AG reicht hiermit eine Stellungnahme zu den Änderungsvorschlägen ein, die von Hansjürg Appenzeller unter Mitwirkung von Daniel Daeniker, Benedikt Maurenbrecher, Claude Lambert und Dieter Grünblatt verfasst wurde. Unsere Stellungnahme gliedert sich wie folgt:

I.	Vorbemerkungen	2
II.	Bemerkungen zu den Revisionsvorschlägen	2
	1. Art. 53b E-BEHV	2
	2. Art. 55a BEHV: Rückkauf eigener Beteiligungspapiere	2
	3. Art. 55b E-BEHV: Black-out-Perioden	7
	4. Art. 55e E-BEHV: Übrige zulässige Effektengeschäfte	8
	5. Art. 55f E-BEHV: Zulässige Mitteilung von Insiderinformationen	9

I. Vorbemerkungen

Aus Gründen der Rechtssicherheit und -klarheit begrüßen wir die Revision der Börsenverordnung. Gewisse Teilaspekte sollten indes geändert und an die bisherigen, bewährten Grundsätze angepasst werden. Zudem sind wir der Ansicht, dass diese Revision dazu genutzt werden sollte, Rechtssicherheit in Bereichen zu schaffen, die in unserer Beratung regelmässig schwierige Fragen aufwerfen.

Ein weiteres Ziel der Revision sollte es sein, Vorhersehbarkeit bezüglich der Rechtsanwendung zu gewährleisten. Dies ist für Marktteilnehmer bei der Planung und Durchführung von Effektengeschäften von zentraler Bedeutung.

Die vorliegende Stellungnahme erfolgt artikelweise. Innerhalb eines Artikels setzen wir uns jeweils mit den Revisionsvorschlägen auseinander und begründen unsere Änderungs- und Ergänzungsvorschläge. Im Anschluss an die Begründung finden Sie unseren Textvorschlag, wobei Abweichungen zum Revisionsvorschlag markiert sind.

II. Bemerkungen zu den Revisionsvorschlägen

1. Art. 53b E-BEHV

Um für die Emittenten höhere Rechtssicherheit bezüglich Gleichwertigkeit von ausländischem Recht zu schaffen (vgl. Art. 22 Abs. 1^{bis} E-BEHG), schlagen wir folgende Ergänzung von Art. 53b E-BEHV vor:

⁴Die Übernahmekommission publiziert mindestens einmal jährlich eine Liste der ausländischen Rechtsordnungen, bei denen im Sinne von Art. 22 Abs. 1^{bis} des Gesetzes auf die Anwendung der Vorschriften des schweizerischen Rechts verzichtet werden kann.

2. Art. 55a BEHV: Rückkauf eigener Beteiligungspapiere

a) Grundsatz: Keine doppelte Regelung von Rückkaufprogrammen

Seit Inkrafttreten der revidierten Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (**Übernameverordnung** oder **UEV**) am 1. Januar 2009 kann die Übernahmekommission den Anbieter bei öffentlichen Angeboten auf eigene Beteiligungspapiere von der Beachtung einzelner Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote befreien. Voraussetzung dazu ist, dass Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit sowie Treu und Glauben gewährleistet sind. Weiter ist erforderlich, dass keine Hinweise auf eine Umgehung des Börsengesetzes oder anderer Gesetzesbestimmungen vorliegen (Art. 4 Abs. 2 UEV).¹

¹ GERICKE DIETER/WIEDMER KARIN, Kommentar Übernameverordnung (UEV), Zürich 2011, Art. 4 N 10 ff.

Diese Vorschrift hat sich in der Praxis bewährt, da sie ausreichend flexibel ist, um Rechts- und Marktentwicklungen angemessen zu berücksichtigen. Dies gilt insbesondere auch für marktmanipulatorische Verhaltensweisen, welche die Übernahmekommission unter anderem im Rundschreiben Nr. 1: Rückkaufprogramme vom 26. Februar 2010 (**UEK-RS Nr. 1**) sachgerecht und zielführend geregelt hat. Mit der vorgeschlagenen Änderung der Börsenverordnung werden öffentliche Rückkäufe sowohl in der BEHV als auch in der UEV geregelt. Ungereimtheiten sowie positive und negative Kompetenzkonflikte sind vorprogrammiert. Insbesondere könnte ein Emittent, der ein Rückkaufprogramm plant, Rechtssicherheit nur dann erhalten, wenn er sowohl die Übernahmekommission als auch die FINMA kontaktiert, was eine legitime Transaktion unnötig verkompliziert und verzögert.

Deshalb sind wir der Meinung, dass öffentliche Rückkäufe nicht in verschiedenen Erlassen geregelt werden sollten. Vielmehr ist es sinnvoll, wenn Ausführungsbestimmungen zu den öffentlichen Rückkäufen einzig von der Fachbehörde im Übernahmewesen erlassen werden. Dementsprechend sollten Rückkaufprogramme, die von der Übernahmekommission genehmigt oder freigestellt wurden, ebenfalls von einem *safe harbor* profitieren.

Aus diesen Gründen schlagen wir vor, Art. 55a Abs. 1 E-BEHV wie folgt zu formulieren:

¹Der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots (Rückkaufprogramm) fällt unter Vorbehalt von Artikel 55b nicht unter Artikel 33e Absatz 1 und 33f Absatz 1 des Gesetzes, wenn das Rückkaufprogramm von der Übernahmekommission genehmigt wurde oder es nach Massgabe der Vorgaben der Übernahmekommission von einer Genehmigung freigestellt ist.

Vor diesem Hintergrund ist auf eine separate, sich mit den Vorschriften der Übernahmekommission überschneidenden Regelung der inhaltlichen Anforderungen an öffentliche Rückkaufprogramme zu verzichten. Für den Fall, dass an einer inhaltlichen Regelung festgehalten wird, sind die nachfolgenden Punkte zu berücksichtigen.

b) Umfang der Rückkäufe (Art. 55a Abs. 1 lit. b E-BEHV)

Die folgende redaktionelle Änderung sollte vorgenommen werden:

b. der Umfang der Rückkäufe gesamthaft 10% des Kapitals und der Stimmrechte und 20% des frei handelbaren Anteils des Beteiligungspapiers der Aktien nicht übersteigt;

c) Umfang der Rückkäufe (Art. 55a Abs. 1 lit. c E-BEHV)

Aus Marktschutzüberlegungen ist das zulässige Rückkaufvolumen seit jeher beschränkt. Mit dieser Beschränkung soll verhindert werden, dass die Gesellschaft selbst eine übermässige Nachfrage in ihren Beteiligungspapieren und damit einen preistreibenden Effekt erzeugt.

Dieser Effekt tritt nur bei Rückkäufen zum Marktpreis ein. Auszunehmen von der Volumenlimitierung sind deshalb Rückkäufe zum Festpreis und mittels Put-Optionen. In diesen beiden Fällen werden die

Rückkäufe konzentriert gegen Ende des Programmes abgewickelt, und die Gesellschaft kann keinen Einfluss auf die pro Tag zurückgekauften Beteiligungspapiere ausüben.

Die Obergrenze von 25% des Volumens sollte zeitlich nicht auf den Zeitpunkt der Veröffentlichung des Rückkaufprogrammes abstellen. Denn dies kann vor allem bei länger dauernden Rückkaufprogrammen zu starken Verzerrungen führen, da sich die gehandelten Volumen über die Zeit wesentlich verändern können.

Das Rückkaufvolumen sollte sich deshalb an aktuellen Handelsvolumen orientieren. Die heute geltende Regel bietet eine sachgerechte und bewährte Lösung. Die Obergrenze sollte bei 25% des Volumens des gleichen oder des vorangegangenen Börsentages festgelegt werden, wobei das grössere der beiden Volumen massgebend sein sollte.² Als Bezugsgrösse sollte auf das gesamte Tagesvolumen der ordentlichen und der zweiten Handelslinie abgestellt werden. Einzig die *bloc trades* sollten von der Berechnung des zulässigen Volumens ausgenommen werden, sofern der Preis für ein solches Paket nicht höher ist als der letztbezahlte Preis oder der Preis, der von einer von der Gesellschaft unabhängigen Person börslich zuletzt offeriert wurde.³

Unser Vorschlag zu Art. 55a Abs. 1 lit. c E-BEHV lautet deshalb wie folgt:

- c. *im Fall des Rückkaufes zum Marktpreis der Umfang der Rückkäufe pro Tag 25% des gesamten börslich gehandelten Tagesvolumens dieses Beteiligungspapiers an diesem oder am vorangegangenen Börsentag während dreissig Tagen vor der Veröffentlichung des Rückkaufprogramms durchschnittlich börslich gehandelten Tagesvolumens nicht übersteigt;*

d) Bestimmung des Kaufpreises (Art. 55a Abs. 1 lit. d E-BEHV)

Art. 55a Abs. 1 lit. d E-BEHV bestimmt, dass der Kaufpreis beim Rückkauf eigener Beteiligungspapiere im Rahmen eines Rückkaufprogrammes nicht höher sein darf als der letzte unabhängig erzielte Abschlusspreis oder als der gegenwärtig beste unabhängige Angebotspreis, sofern dieser unter dem letzten unabhängig erzielten Abschlusspreis liegt. Diese Bestimmung wird einschneidende Konsequenzen haben. Insbesondere werden Rückkäufe zum Zwecke der Kapitalherabsetzung dadurch faktisch verunmöglicht.

Rückkaufprogramme zum Zweck der Kapitalherabsetzung erfolgen aus steuerlichen Gründen⁴ regelmässig über eine zweite Handelslinie. Die steuerlichen Rahmenbedingungen führen dazu, dass der Verkauf von Aktien an die Gesellschaft wegen den Verrechnungs- und Einkommenssteuerfolgen⁵

² UEK-RS Nr. 1, Rn 29.

³ UEK-RS Nr. 1, Rn 29 f.

⁴ HANSJÜRGE APPENZELLER, Neuerungen bei öffentlichen Aktienrückkäufen, Thomas U. Reutter und Thomas Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen VI, Zürich Basel Genf 2011, 137.

⁵ Ausgenommen von solchen Steuerfolgen wären Rückkäufe, welche aus den Reserven aus Kapitaleinlagen abgebucht werden; die Reserven aus Kapitaleinlagen lassen sich jedoch aktionärsfreundlicher über Dividenden ausschütten.

für die meisten Aktionäre ökonomisch unattraktiv ist. Auf der zweiten Handelslinie treten fast ausschliesslich professionelle schweizerische Marktteilnehmer auf, welche Arbitrage betreiben. Solche professionellen Marktteilnehmer können die Verrechnungssteuer effizient per Abschlagsrückerstattung zurückfordern, den Beteiligungsabzug geltend machen und haben meist tiefe Finanzierungskosten. Für die damit zusammenhängenden Kosten (z.B. Zinsausfall, Finanzierungskosten etc.) verlangen diese Marktteilnehmer eine Prämie zum Kurs auf der ordentlichen Handelslinie. Es ist gemeinhin anerkannt, dass der Rückkauf über die zweite Handelslinie ohne Arbitrageure nicht funktionieren würde.

Wenn nun Art. 55a Abs. 1 lit. d E-BEHV in Kraft gesetzt würde, könnten rückkaufende Gesellschaften auf der zweiten Linie keinen Preis (bzw. keine Prämie zum Kurs auf der ordentlichen Handelslinie) mehr anbieten, der für Arbitrageure genügend attraktiv ist, um Verkäufe auf der zweiten Handelslinie zu generieren. Rückkäufe über eine zweite Handelslinie würden dadurch faktisch verunmöglicht.

Ausserdem ist der Vorschlag der festen Kommission abwicklungstechnisch nicht umsetzbar. Rückkäufe über die zweite Handelslinie (unter Abzug der Verrechnungssteuer) erfolgen anonym. Deshalb kann die Gesellschaft einem potentiellen Verkäufer vorgängig keine bestimmte Kommission offerieren. Dies wäre nur möglich, wenn sich die Gesellschaft und der potentielle Verkäufer über das Aktiengeschäft und die Kommission vorgängig einigen. Bei einer solchen Einigung schliesst die Eidgenössische Steuerverwaltung aber nach bisheriger Praxis auf Steuerumgehung und verweigert dem Verkäufer die Erstattung der Verrechnungssteuer. Denn diese Steuerpraxis geht davon aus, dass sich die Gesellschaft nicht mit den potentiellen Verkäufern von Aktien über die zweite Handelslinie abstimmen darf.

Aus diesen Gründen muss Art. 55a Abs. 1 lit. d E-BEHV ersatzlos gestrichen werden.

Wenn dem nicht so ist, müssten andere Modelle des Aktienrückkaufes zugelassen und die Steuerpraxis (d.h. Gewährleistung der Rückerstattung der Verrechnungssteuer) entsprechend angepasst werden. Es ist unbestritten, dass bei Rückkäufen über die zweite Handelslinie Marktineffizienzen (vgl. Prämie auf der zweiten Handelslinie zur ordentlichen Handelslinie) von Arbitrageuren ausgenutzt werden. Dies führt bei den betroffenen Gesellschaften tendenziell zu höheren Rückkaufpreisen und damit zu einer Verteuerung eines Rückkaufprogrammes. Eine attraktive Alternative ist das sog. VWAP-Modell.⁶ Im Vergleich zur zweiten Handelslinie könnte ein Rückkauf zum Zwecke der Kapitalherabsetzung fairer und kostengünstiger abgewickelt werden.

e) Verkauf eigener Beteiligungspapiere (Art. 55a Abs. 1 lit. e E-BEHV)

Die Einschränkung bezüglich des Verkaufes von eigenen Beteiligungspapieren ist problematisch. Wenn ein Rückkaufprogramm läuft, sollte es beispielsweise einer Gesellschaft unbenommen sein, eigene Beteiligungspapiere im Rahmen von Beteiligungsprogrammen an ihre Mitarbeitenden zu verkaufen oder Wandelanleihen zu begeben (die je nach Strukturierung wirtschaftlich als Verkäufe qualifizieren). Auch *market making*-Aktivitäten müssen während eines Rückkaufprogrammes weiterhin

⁶ APPENZELLER, a.a.O., 168 ff.

möglich sein. Dies ist vor allem für Gesellschaften, deren Titel eine geringe Liquidität aufweisen, zentral.

Aus diesen Gründen sollte auf Art. 55a Abs. 1 lit. e E-BEHV verzichtet werden. Alternativ wäre folgende Lösung zu bedenken:

- e. *während des Rückkaufprogramms keine eigenen Beteiligungspapiere börslich verkauft werden ausser im Rahmen von Preisstellungen für die Nachfrage- und Angebotsseite ("Market Making");*

f) **Art. 55a Abs. 2 E-BEHV**

Art. 55a Abs. 1 E-BEHV ist zu strikte formuliert. Künftige Entwicklungen können nicht berücksichtigt werden. Der Erläuterungsbericht zur Änderung der Börsenverordnung vom 15. November 2012 (**Erläuterungsbericht**) weist zwar darauf hin⁷, dass die im FINMA Rundschreiben 2008|38 betreffend Aufsichtsregeln zum Marktverhalten im Effektenhandel vom 20. November 2008 (**FINMA-RS 08|38 Marktverhaltensregeln**) als zulässig erklärten Effekengeschäfte und Verhaltensweisen zulässig sind. Eine entsprechende Regel fehlt jedoch im E-BEHV.

Um künftig Flexibilität zu ermöglichen, sollte Art. 55a Abs. 2 E-BEHV wie folgt geändert werden:

- ²*Die Übernahmekommission kann im Einzelfall Rückkäufe von den Beschränkungen in einem grösseren Umfang als nach Absatz 1 ausnehmen Buchstabe b und c vorgesehen bewilligen.*

g) **Weitere safe harbor-Bestimmungen**

Nach Art. 33f Abs. 2 E-BEHG hat der Bundesrat Vorschriften über zulässige Verhaltensweisen, insbesondere auch Effekengeschäfte zum Zweck der Kurspflege, zu erlassen. Eine solche Regelung ist im Entwurf der Börsenverordnung nicht vorgesehen und erfüllt damit die Vorgaben des Gesetzgebers nicht. Es ist hier die Aufgabe des Ordnungsgebers, Rechtssicherheit herzustellen.

Nach dem Erläuterungsbericht sind sodann nicht öffentlich angekündigte Rückkäufe nicht von der Ausnahmebestimmung von Art. 55a E-BEHV erfasst. Vielmehr sind sie unzulässig, wenn sie gegen die Verbote der Marktmanipulation und des Insiderhandels verstossen.⁸

Diese Erläuterung wird in der Praxis viele Fragen aufwerfen. Wenn eine Gesellschaft, die intern einen schlechteren Geschäftsgang und Gewinnaussichten prognostiziert, Aktien zurückkauft (z.B. für Mitarbeiterbeteiligungspläne), könnte dies als irreführendes Signal für diese Aktien betrachtet werden. Denn Aktienkäufe spiegeln Nachfrage vor, was tendenziell zu höheren Kursen führt. Ebenso wäre unklar, ob Effekengeschäfte zum Zweck der Preisstabilisierung oder Kurspflege (vorübergehendes

⁷ Erläuterungsbericht, S. 3.

⁸ Erläuterungsbericht, S. 4.

Glätten von Preisausschlägen) oder im Rahmen von Preisstellungen für die Nachfrage- oder Angebotsseite (*Market Making*) zulässig sind (wovon der Gesetzgeber betreffend Kurspflege – wie oben dargelegt – ausgeht).

Immerhin sollte verhindert werden, dass die Gesellschaft durch verstärkte Aktivitäten auf der ordentlichen Handelslinie den Kurs beeinflussen kann, da sich der Börsenkurs auf der zweiten Handelslinie nach demjenigen auf der ordentlichen richtet. Für nicht-öffentliche Rückkäufe sollten deshalb auch Volumenbeschränkungen gelten.

Um auch bei nicht öffentlich angekündigten Rückkäufen eine gewisse Rechtssicherheit und Vorhersehbarkeit zu erhalten, schlagen wir einen neuen Absatz in Art. 55a E-BEHV wie folgt vor:

³Der nicht öffentliche Kauf oder Verkauf eigener Beteiligungspapiere fällt unter Vorbehalt von Artikel 55b nicht unter Artikel 33e Absatz 1 und 33f Absatz 1 des Gesetzes, wenn:

a. der Umfang der Käufe oder Verkäufe gesamthaft 10% des Kapitals und der Stimmrechte und 20% des frei handelbaren Anteils des Beteiligungspapiers nicht übersteigt; und

b. der Umfang der Käufe oder Verkäufe pro Tag 25% des gesamten börslich gehandelten Tagesvolumens dieses Beteiligungspapiers an diesem oder am vorangegangenen Börsentag nicht übersteigt.

Eine solche Regel würde auch internationalen *safe harbor*-Bestimmungen entsprechen, welche Rückkäufe explizit zulassen, wenn die rückkaufende Gesellschaft gewisse sachliche, zeitliche, preisliche und volumenmässige Schranken einhält.⁹

3. Art. 55b E-BEHV: Black-out-Perioden

Bei dieser Bestimmung sollten folgende redaktionellen Änderungen beachtet werden:

¹*Artikel 55a findet keine Anwendung auf den Rückkauf eigener Beteiligungspapiere im Rahmen eines Rückkaufprogramms, wenn der Rückkauf angekündigt oder vorgenommen wird:*

(...)

²*Vorbehalten bleibt der Rückkauf zum Marktpreis durch:*

a. eine Bank oder Effektenhändlerin, die ausserhalb einer Frist gemäss Absatz 1 beauftragt wird und ihre einen vor der Eröffnung des Rückkaufprogramms beauftragten Effektenhändler, der seine Entscheide ohne Beeinflussung durch die Emittentin innerhalb der von ihr vorgegebenen Parameter trifft. Die Parameter müssen vor der

⁹ Z.B. Rule 10b-18 des *United States Securities Exchange Act of 1934*.

Veröffentlichung des Rückkaufangebots oder ~~und~~ ausserhalb einer Frist gemäss Absatz 1 festgelegt worden sein;- oder

- b. eine Handelseinheit, die mit Informationsbarrieren geschützt wird, sofern es sich bei der Emittentin um eine Bank oder eine Effektenhändlerin handelt.*

4. Art. 55e E-BEHV: Übrige zulässige Effektengeschäfte

Ein potenzieller Anbieter darf nach Art. 55e lit. b E-BEHV Effekten der Zielgesellschaft im Hinblick auf ein öffentliches Kaufangebot kaufen. Diese Regel ist sinnvoll. Allerdings sollte sie ausgeweitet werden, da es in der Praxis häufig Konstellationen gibt, in denen der Erwerb unter Umständen nicht durch den Anbieter selbst, sondern durch nahe stehende Personen erfolgt.

Ein solcher Erwerb wird erfahrungsgemäss jeweils getätigt vor dem Entschluss, ein öffentliches Kaufangebot zu lancieren. Sobald dem Anbieter Insiderinformationen im Rahmen einer Due Diligence offengelegt werden, darf er indes keine Effektengeschäfte mehr tätigen, und zwar bis die entsprechenden Insiderinformationen im Angebotsprospekt oder auf andere Weise rechtskonform veröffentlicht werden. Allerdings darf der potenzielle Anbieter den Entschluss zur Lancierung eines öffentlichen Kaufangebotes fassen, selbst wenn er zu diesem Zeitpunkt über Insiderinformationen verfügt.

Gleiches muss gelten, wenn sich ein Aktionär oder Investor im Hinblick auf eine öffentliche oder private Platzierung von Beteiligungspapieren verpflichtet, eine gewisse Anzahl von Beteiligungspapieren zu zeichnen oder zu erwerben.

In gewissen Situationen sollte es schliesslich möglich sein, dass Insider Effektengeschäfte vornehmen, die ohne Ausnützen eines Wissensvorsprungs durch ausserbörsliche Geschäfte erfolgen (also im Rahmen sog. *Face-to-Face* Geschäfte). Diesfalls wird die Chancengleichheit der Anleger nicht kompromittiert. Dies ist ausschliesslich dann der Fall, wenn beide Parteien auf demselben Wissensstand sind bzw. gegenüber der Allgemeinheit den gleichen Wissensvorsprung haben.

Gestützt auf unsere vorstehenden Ausführungen schlagen wir Folgendes vor:

Folgende Effektengeschäfte fallen nicht unter Artikel 33e Absatz 1 und 33f Absatz 1 des Gesetzes:

- a. dDie Umsetzung des eigenen Entschlusses, ein Effektengeschäft zu tätigen; vorausgesetzt der Entschluss wurde nicht aufgrund einer Insiderinformation gefasst;- oder*
- b. dDer direkte oder indirekte Erwerb von Effekten der Zielgesellschaft durch die potenzielle Anbieterin, durch ihre wirtschaftlichen Berechtigten oder durch Personen, die mit ihr in gemeinsamer Absprache handeln, im Hinblick auf die Veröffentlichung eines öffentlichen Kaufangebots oder der direkte oder indirekte Erwerb von Effekten der Anbieterin durch die potenzielle Anbieterin im Hinblick auf die Veröffentlichung eines*

öffentlichen Tauschangebots; oder vorausgesetzt der Entschluss, ein öffentliches Kaufangebot zu veröffentlichen, wurde nicht aufgrund einer Insiderinformation gefasst.

(...)

d. die Verpflichtung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Beteiligungspapieren im Hinblick auf die Veröffentlichung einer öffentlichen oder privaten Platzierung von Beteiligungspapieren; oder

e. ausserbörsliche Effktengeschäfte zwischen Personen, welche über dieselben Insiderinformationen verfügen.

5. Art. 55f E-BEHV: Zulässige Mitteilung von Insiderinformationen

Unbestritten ist, dass Insiderinformationen in gewissen Konstellationen an Dritte weitergegeben werden dürfen. Der vorliegende Vorschlag zu den zulässigen Mitteilungen von Insiderinformationen greift jedoch zu kurz. In der Praxis kommen zahlreiche Fälle vor, in denen Insiderinformationen Dritten mitgeteilt werden müssen. Zu denken ist beispielsweise an die Offenlegung von Informationen im Rahmen einer Due Diligence im Hinblick auf eine M&A-Transaktion (z.B. Übernahme des Emittenten) oder eine Kapitalmarkttransaktion. In diesen Fällen müsste der Emittent jedes Mal prüfen, ob gesetzliche oder vertragliche Pflichten bestehen (was vor Abschluss eines Transaktionsvertrages regelmässig nicht zutrifft) und diese Person zur Erfüllung seiner Pflichten auf die Kenntnis von Insiderinformationen angewiesen ist. Dies wäre nicht praktikabel. Deshalb schlagen wir folgende Änderungen vor:

Die Mitteilung einer Insiderinformation an eine Person fällt nicht unter Artikel 33e Absatz 1 des Gesetzes, wenn diese Person zur Erfüllung ihrer gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten auf die Kenntnis der Insiderinformation angewiesen gesetzlich oder vertraglich zur Geheimhaltung verpflichtet ist.

Wir hoffen, Ihnen mit der vorliegenden Stellungnahme für Sie hilfreiche Ergänzungs- und Änderungsvorschläge unterbreitet zu haben. Für allfällige Rückfragen oder zusätzliche Ausführungen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen

Hansjürg Appenzeller

Kopie an: Daniel Daeniker, Benedikt Maurenbrecher, Claude Lambert und Dieter Grünblatt, Homburger AG

Vorab per E-Mail (regulierung@gs-efd.admin.ch)

Eidgenössisches Finanzdepartement
Herr Daniel Roth, Leiter Rechtsdienst
Bundesgasse 3
Bernerhof
3003 Bern

Zürich/Genf, 17. Dezember 2012 FF
99280.002

Änderung der Börsenverordnung (Börsendelikte und Marktmissbrauch) – Anhörung

Sehr geehrter Herr Roth
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf Ihre öffentliche Einladung vom 15. November 2012 und nehmen gerne die Gelegenheit wahr, Ihnen hiermit unsere Stellungnahme zu dem Revisionsentwurf zur Änderung der Börsenverordnung zu unterbreiten.

1. Zusammenfassung

Die aufsichtsrechtlichen Verbote des Ausnützens von Insiderinformationen und der Marktmanipulation in Art. 33e und Art. 33f revBEHG sind bekanntlich sehr breit gefasst. Indem weder Vorsatz noch ein Vermögensvorteil vorausgesetzt sind, erfassen sie potenziell auch wirtschaftlich gerechtfertigte Verhaltensweisen. Hinzuweisen ist ferner auf die offene und unbestimmte Formulierung des Tatbestands der Marktmanipulation und des Begriffs "Insiderinformation". In der Summe resultiert eine erhebliche *Rechtsunsicherheit* bezüglich der Zulässigkeit zahlreicher gerechtfertigter Verhaltensweisen, wie z.B. des *Market Making* oder der *Kurspflege*. Vor diesem Hintergrund sind die Vorschriften über die zulässigen Verhaltensweisen in der Börsenverordnung im Sinne von *Safe Harbours* von entscheidender Bedeutung.

Nach unserer Auffassung beseitigt der vorgelegte Revisionsentwurf die Rechtsunsicherheiten nur zum Teil. Neben gewissen Änderungen der Vorschriften zum Rückkauf eigener Ak-

tien schlagen wir vor klarzustellen, dass die Aufzählung der zulässigen Verhaltensweisen in der Börsenverordnung nicht als abschliessend zu verstehen ist. Ferner sind wir der Auffassung, dass die folgenden weiteren Verhaltensweisen als *Safe Harbours* in die Verordnung aufzunehmen sind:

- Erwerb und Veräusserung von Effekten durch den Emittenten selbst, sofern er über keine Kenntnis von Insiderinformationen verfügt;
- Effektengeschäfte durch Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung des Emittenten, sofern keine Kenntnis von Insiderinformationen besteht;
- Effektengeschäfte durch Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung des Emittenten gestützt auf einen Pre-Trading-Plan;
- Effektengeschäfte durch einen beauftragten Effekthändler oder Vermögensverwalter, der unabhängig agiert und keine Kenntnis von Insiderinformationen hat; sowie
- Mitteilung einer beabsichtigten oder geplanten M&A- oder Kapitalmarkttransaktion an Dritte mit dem Zweck, die Absicht oder den Plan umzusetzen.

2. Öffentliche Rückkaufprogramme (Art. 55a ff. E-BEHV)

Der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere soll neu sowohl den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote als auch der Marktmissbrauchsregelung unterstehen. Um positive Normenkonflikte zu vermeiden, sind die Vorschriften in Einklang zu bringen. Ferner sollte die Marktmissbrauchsregelung nicht so ausfallen, dass Aktienrückkäufe faktisch verunmöglicht werden. Wir schlagen daher die folgenden Anpassungen von Art. 55a E-BEHV vor:

- Rückkaufprogramme, die sich auf weniger als 2% der Aktien beziehen, sind von den Bestimmungen über öffentliche Kaufangebote gänzlich ausgenommen (siehe Rz. 38 des UEK-Rundschreibens Nr. 1: Rückkaufprogramme vom 26. Februar 2010). Wir schlagen vor, in Art. 55a BEHV eine analoge Vorschrift aufzunehmen, wonach Rückkaufprogramme über weniger als 2% generell nicht unter Art. 33e Abs. 1 und Art. 33f Abs. 1 revBEHG fallen.
- Da Rückkäufe zum Marktpreis bis zu drei Jahre dauern können (vgl. Art. 55a Abs. 1 lit. a E-BEHV), sollte bei der in Art. 55a Abs. 1 lit. c E-BEHV zu

regelnden 25%-Grenze auf eine "rollende" 30-tägige Frist abgestellt werden, d.h. es sollte jeweils das Tagesvolumen der letzten 30 Tage vor dem Rückkauf gelten.

- Art. 55a Abs. 1 lit. d E-BEHV sieht vor, dass der Emittent auf der zweiten Handelslinie keinen höheren Kaufpreis anbieten darf als den Marktpreis auf der ersten Linie. Gemäss Rz. 32 des UEK-Rundschreibens Nr. 1 darf hingegen ein höherer Preis bezahlt werden, wobei der Aufpreis in der Regel 5% nicht übersteigen soll. In dem Erläuterungsbericht des EFD zur Änderung der Börsenverordnung wird in diesem Zusammenhang angeführt, dass der Emittent anderweitig Anreize schaffen müsse, um die Zusatzkosten der institutionellen Käufer auf der zweiten Linie abzugelten. Vorgeschlagen wird z.B. eine feste Kommission. Es ist für uns nicht ersichtlich, wie eine solche Kommission über das Börsensystem bezahlt werden könnte. Nach unserem Dafürhalten ist der Vorschlag nicht umsetzbar, was zu einem Erliegen von Rückkaufprogrammen über die zweite Linie führen könnte. Wir schlagen daher vor, die Vorschrift in Einklang mit dem UEK-Rundschreiben Nr. 1 dahingehend zu ändern, dass die Emittentin einen Aufpreis bezahlen darf, der in der Regel 5% nicht übersteigen soll.
- Gemäss Art. 55a Abs. 1 lit. e E-BEHV darf die Emittentin während eines Rückkaufprogramms keine Aktien verkaufen. Es ist nicht ersichtlich, weshalb dies so sein soll. Selbstverständlich muss die Emittentin frei sein, eigene Beteiligungspapiere über die erste Linie auch während eines Rückkaufprogramms ausserhalb desselben kaufen und verkaufen zu können, denn die so erworbenen bzw. gehaltenen Aktien dienen einem anderen Zweck als die über die zweite Linie zur Vernichtung zurückgekauften Aktien. Die Einschränkung ist weder nötig noch angemessen. Art. 55a Abs. 1 lit. e E-BEHV ist daher zu streichen.
- Über Rückkaufprogramme, die gemäss UEK-Rundschreiben Nr. 1 nicht generell oder im Meldeverfahren freigestellt sind, erlässt die UEK eine Verfügung (s. Rz. 43 ff. UEK-Rundschreiben Nr. 1). Die UEK kann dabei von den Bestimmungen des UEK-Rundschreibens Nr. 1 abweichen. Auch wenn solche Abweichungen in der Praxis nicht häufig sind, ist die im Grundsatz vorgesehene Flexibilität einem starren System ohne Ausnahmemöglichkeit vorzuziehen. Wir schlagen daher vor, Art. 55a Abs. 2 E-BEHV dahingehend auszudehnen, dass die Übernahmekommission mittels Verfügung Ausnahmen von sämtlichen Voraussetzungen gemäss Absatz 1 bewilligen kann.

**3. Nicht abschliessender Charakter der zulässigen Verhaltensweisen
(Art. 55e und Art. 55f E-BEHV)**

Gemäss dem Erläuterungsbericht des EFD zur Änderung der Börsenverordnung (S. 3) sollen unter dem neuen Kapitel 5a Bestimmungen aufgenommen werden, welche "in abschliessender Weise" Ausnahmen von den aufsichtsrechtlichen Verboten des Insiderhandels und der Marktmanipulation umschreiben. Dies entspricht nicht dem Konzept von *Safe Harbours*, das in Art. 33e Abs. 2 und Art. 33f Abs. 2 revBEHG angesprochen ist und dem nach unserem Verständnis auch die Regelung in der EU zugrunde liegt. Vielmehr geht es darum, in der Verordnung in nicht abschliessender Weise jene Verhaltensweisen aufzuzählen, die ohne weiteres zulässig sind.

Wir schlagen daher vor, in Art. 55e und Art. 55f BEHV jeweils "*insbesondere*" einzufügen. Damit wird klargestellt, dass die Aufzählung der Verhaltensweisen nicht abschliessend zu verstehen ist.

4. Übrige zulässige Effektengeschäfte (Art. 55e E-BEHV)

a) *Erwerb und Veräusserung von Effekten durch den Emittenten selbst*

Es ist üblich und in keiner Weise marktmissbräuchlich, dass Emittenten regelmässig eigene Aktien und andere von ihnen ausgegebene Effekten erwerben und veräussern. Zu denken ist etwa an die *Kurspflege* durch den Emittenten selbst oder auch an die Beschaffung von Aktien zwecks Zuteilung an Organe und Mitarbeiter im Rahmen von Beteiligungsplänen. Solche Transaktionen sind unseres Erachtens als zulässig zu betrachten, sofern der Emittent keine Kenntnis von Insiderinformationen hat. Um die notwendige Rechtssicherheit zu schaffen, schlagen wir vor, die folgende neue Bestimmung in Art. 55e E-BEHV aufzunehmen:

«d. Erwerb und Veräusserung von Effekten durch den Emittenten selbst, sofern dieser über keine Kenntnis von Insiderinformationen verfügt.»

b) *Effektengeschäfte von Mitgliedern des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung*

Es versteht sich von selbst, dass Organe und Mitarbeiter des Emittenten keine Geschäfte in Effekten des Emittenten durchführen bzw. veranlassen sollen, solange sie über Insiderinformationen i.S.v. Art. 33e revBEHG verfügen.

Unklar ist hingegen, unter welchen Umständen Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung Effektingeschäfte durchführen dürfen, ohne dabei ein "falsches oder irreführendes Signal" gemäss Art. 33f Abs. 1 lit. b revBEHG zu setzen. Dies vor dem Hintergrund, dass solche Transaktionen gestützt auf die Vorschriften über die Offenlegung von Management-Transaktionen stets öffentlich bekannt werden, womit zwangsweise stets irgendein Signal gesetzt wird. So stellt sich z.B. die Frage, ob ein Mitglied der Geschäftsleitung ein "irreführendes Signal" setzt, wenn es einen Teil seiner Aktien verkauft, um z.B. Steuern bezahlen zu können, obwohl allgemein mit einem Anstieg des Aktienkurses gerechnet wird.

Art. 33f Abs. 1 lit. b revBEHG schafft aufgrund der Offenlegungspflicht von Management-Transaktionen gerade für Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung eine erhebliche Rechtsunsicherheit. Es kann nicht sein, dass dadurch legitime Transaktionen verunmöglicht werden. Wir schlagen daher vor, Management-Transaktionen generell von Art. 33f Abs. 1 lit. b revBEHG auszunehmen und einen neuen *Safe Harbour* in Art. 55e BEHV aufzunehmen, der z.B. wie folgt lauten könnte:

«e. *Effektingeschäfte der Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung des Emittenten, sofern diese über keine Kenntnis von Insiderinformationen verfügen.*»

c) ***Effektingeschäfte von Organen und Mitarbeitern gestützt auf Pre-Trading-Pläne***

Es ist nicht unüblich, dass Emittenten sog. *Pre-Trading-Pläne* aufstellen. Darunter versteht man Pläne, die im Voraus festlegen, zu welchen Zeitpunkten und in welchem Umfang Effekten auf Rechnung von Organen und Mitarbeitern des Emittenten gekauft oder verkauft werden (s. dazu Patrick Schleiffer/Urs Reinwald, Management-Transaktionen: Rechtsgrundlagen, Umsetzung und Sanktionen, GesKR 2012, 403). Die Organe und Mitarbeiter des Emittenten treffen während der Laufzeit solcher Pläne keinen Kauf- oder Verkaufsentscheid. Vielmehr werden die Transaktionen automatisch abgewickelt, ohne dass eine Einflussmöglichkeit der Organe und Mitarbeiter besteht. Entsprechend sind die einzelnen Transaktionen während der Laufzeit des Plans gemäss Praxis der SIX Swiss Exchange auch nicht meldepflichtig. Solche Transaktionen müssen unter Art. 33e und Art. 33f revBEHG zulässig sein. Wir schlagen daher vor, eine neue explizite Ausnahmenvorschrift in Art. 55e BEHV aufzunehmen, die wie folgt lauten könnte:

«e. *Effektingeschäfte durch Mitglieder des Verwaltungsrates und der Geschäftsleitung und Mitarbeiter des Emittenten gestützt auf einen definierten Plan, der zu einem Zeitpunkt festgelegt wurde, in welchem der Emit-*

tent und die betreffenden Personen über keine Kenntnis von Insiderinformationen verfügten (Pre-Trading Plan).»

d) *Effektengeschäfte durch einen beauftragten Effekthändler oder Vermögensverwalter*

Art. 55b Abs. 2 lit. a E-BEHV hält für Rückkaufprogramme zu Recht ein Prinzip fest, welches nach unserem Dafürhalten allgemein gelten muss: Effektengeschäfte, die durch einen beauftragten Dritten unabhängig vom Auftraggeber durchgeführt werden, können nicht gegen Art. 33e und Art. 33f revBEHG verstossen, weil solche Transaktionen nicht auf einem Entscheid des Auftraggebers beruhen. Wir schlagen daher vor, die folgende zusätzliche Bestimmung in Art. 55e BEHV aufzunehmen:

«g. Effektengeschäfte durch einen beauftragten Effekthändler oder Vermögensverwalter, der seine Entscheide ohne Beeinflussung durch den Auftraggeber innerhalb der von diesem vorgegebenen Parameter trifft, sofern diese Parameter zu einem Zeitpunkt festgelegt wurden, in welchem der Auftraggeber keine Kenntnis von Insiderinformationen hatte.»

Durch eine solche Vorschrift würde insbesondere für das *Market Making*, das heute vorwiegend auf Rechnung der Emittenten durchgeführt wird, eine verlässliche Grundlage geschaffen.

5. Zulässige Mitteilung von Insiderinformationen (Art. 55f E-BEHV)

Art. 33e Abs. 1 lit. b revBEGH untersagt jede Mitteilung einer Insiderinformation an einen Dritten, ganz unabhängig vom Zweck, der mit der Mitteilung verfolgt wird. Art. 55f E-BEHV hält daher zu Recht fest, dass die Mitteilung an einen Dritten erfolgen darf, wenn dieser zur Erfüllung seiner gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten auf die Kenntnis der Insiderinformation angewiesen ist.

Nach unserem Dafürhalten drängt es sich auf, im Zusammenhang mit M&A- und Kapitalmarkttransaktionen eine weitere Ausnahme in die Börsenverordnung aufzunehmen. So muss es einem Emittenten z.B. gestattet sein, einen Verkaufsprozess über einen Unternehmensteil durchzuführen und zu diesem Zweck mögliche Interessenten anzusprechen, ohne Risiko zu laufen, dass es sich bei der Verkaufsabsicht möglicherweise um eine Insiderinformation handelt, die er den Interessenten gar nicht mitteilen dürfte. Ähnliches gilt im Vorfeld von Kapitalmarkttransaktionen oder öffentlichen Übernahmen, wo es z.B. für den potenziellen Anbieter möglich sein muss, grössere Aktionäre im Vorfeld des Angebots anzusprechen, um mit ihnen eine Andienungsvereinbarung abzuschliessen. In diesen und ähnlichen Fällen erfolgt

die Mitteilung offensichtlich nicht aus unlauteren Überlegungen, sondern vielmehr zum legitimen Zweck, die Transaktion durchzuführen.

Vor diesem Hintergrund schlagen wir vor, einen zusätzliche Absatz 2 in Art. 55f BEHV aufzunehmen (die im Anhörungsentwurf vorgeschlagene Vorschrift würde damit zu Absatz 1):

«² Die Mitteilung einer Insiderinformation an eine Person fällt nicht unter Artikel 33e Absatz 1 des Gesetzes, wenn:

- a. es sich bei dieser Information um einen beabsichtigten, geplanten oder beschlossenen Unternehmenskauf, Unternehmensverkauf oder Unternehmenszusammenschluss oder um eine beabsichtigte, geplante oder beschlossene Kapitalmarkttransaktion handelt; und*
- b. die Mitteilung zum Zweck erfolgt, die Absicht, den Plan oder den Beschluss umzusetzen.»*

Gerne hoffen wir, dass Sie unsere Kommentare und Hinweise hilfreich finden werden. Bei Fragen oder Bemerkungen stehen wir Ihnen selbstverständlich gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Jacques Iffland



Hans-Jakob Diem

De : [... GS-EFD](#)
A : [... GS-EFD](#)
Objet : WG: Änderung der Börsenverordnung
Date : vendredi, 7 décembre 2012 14:42:32

Von: Leu Nicolas [...]
Gesendet: Montag, 26. November 2012 13:44
An: _EFD-RD-Regulierung
Betreff: Änderung der Börsenverordnung

Sehr geehrte Damen und Herren des Rechtsdienstes des EFD

Ich bin Student und Hilfsassistent an der Universität Bern. Im Rahmen eines Aufsatzes über den revidierten Insiderstatbestand habe ich mich in den vergangenen Wochen mit der Revision des Börsengesetzes befasst. Deshalb habe ich im Hinblick auf den Tatbestand der Kursmanipulation einige Anmerkungen.

Wie Sie sicherlich wissen, wird es bei der Kursmanipulation künftig nicht mehr erforderlich sein, dass der Täter mit der Absicht handelt, einen unrechtmässigen Vermögensvorteil zu erlangen. Es genügt, wenn er bloss irgendeinen Vermögensvorteil zu erlangen beabsichtigt. Es dürfte deshalb klar sein, dass die Abgrenzung zwischen zulässigem Marktverhalten und verbotenen Kursmanipulationen, künftig nicht mehr – wie von einem Teil der Lehre gefordert – anhand der, auf die Unrechtmässigkeit des Vermögensvorteils gerichteten, Absicht vorgenommen werden kann.

Ich hatte mir aufgrund der Botschaft zum Börsengesetz (Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes, vom 31.8.2011, 6903) deshalb erhofft, dass die aufsichtsrechtlichen Bestimmungen über „zulässiges Marktverhalten“ für zulässige aber dennoch tatbestandsmässige Verhaltensweisen möglicherweise als Rechtfertigungsgründe nach Art. 14 StGB dienen könnten. Dies scheint nun aber nicht der Fall zu sein. Obschon im „Erläuterungsbericht zur Änderung der Börsenverordnung“ korrekt festgehalten wird, dass diese Ausnahmen wegen Art. 14 StGB theoretisch auch für die Straftatbestände gelten (Erläuterungsbericht zur Änderung der Börsenverordnung, vom 15.11.2012, S. 3), findet sich in der Folge nur eine Bestimmung, die aus strafrechtlicher Sicht wirklich geeignet ist, um zulässige Transaktionen von Scheingeschäften abzugrenzen. Art. 55d E-BEHV kann zwar als Rechtfertigungsgrund für allenfalls tatbestandsmässige Transaktionen zur Kursstabilisierung verwendet werden, allerdings nur 30 Tage nach einer öffentlichen Effektenplatzierung. Die sog. Kurspflege wird in der E-BEHV allerdings nicht geregelt, stattdessen wird im Erläuterungsbericht (a.a.O., S. 7) vorgesehen, dass die FINMA in einem Rundschreiben Ausführungsbestimmungen erlässt.

Aus strafrechtlicher Sicht ist dies vor allem deshalb unbefriedigend, weil die FINMA-RS keinen Rechtscharakter haben und deshalb auch nicht von Art. 14 StGB erfasst werden. Es wäre folglich wünschenswert, wenn die Kurspflege und weitere zulässige Effektengeschäfte und Verhaltensweisen (gem. FINMA-RS 2008/38, Rz. 30ff, insb. 30, 32, 35) in der neuen BEHV ausdrücklich als zulässig erklärt würden. Es kann zwar eingewendet werden, von den in der Börsenverordnung definierten Ausnahmen seien nur echte Transaktionen betroffen (Erläuterungsbericht, a.a.O., S. 3), doch dieser Einwand greift m.E. zu kurz. Zum einen lassen sich echte und unechte Transaktionen aus Sicht des Marktes gar nicht voneinander unterscheiden. Zum anderen verbietet Art. 33f nBEHG sowohl echte, wie auch unechte Transaktionen, die falsche oder irreführende Signale versenden. Gerade deshalb ist nicht einzusehen weshalb für zulässige Verhaltensweisen, die möglicherweise unter den Tatbestand

der Kursmanipulation fallen, in der neuen BEHV keine Ausnahmen bzw. Rechtfertigungsgründe definiert werden sollen.

Auch der Umstand, dass die Kurspflege oder das Market Making in der Regel keine irreführenden Signale an den Markt senden, genügt m.E. nicht, um auf eine Umschreibung des zulässigen Rahmens zu verzichten.

Im Sinne der Rechtssicherheit wäre m.E. durchaus wünschenswert, wenn in dem Bereich, in dem die schärfsten Sanktionen drohen, auch klare Regelungen bestehen würden. Ich bin mir aber auch durchaus bewusst, dass es wohl auch hier Kreise geben kann, die ein Interesse an einer unklaren Rechtslage haben können. Ein solches Interesse ist m.E. aber nicht schützenswert. Gleiches gilt für die Befürchtung, dass zulässige Verhaltensweisen vergessen würden und dann aufgrund der anderen Ausnahmeregeln bzw. Rechtfertigungsgründe e contrario strafbar sind. Immerhin handelt es sich bei der BEHV um eine Verordnung, die eigentlich relativ schnell angepasst werden könnte.

Ich möchte deshalb vorschlagen, zwischen den jetzigen Art. 55d und 55e E-BEHV zwei weitere Artikel einzufügen. Der erste Artikel würde sich auf die Kurspflege(FINMA-RS, 08/38, Rz. 30) und das Market Making(FINMA-RS, 08/38, Rz. 32) beziehen, während der zweite „Matched Orders“ regelt, die aus zulässigen Wirtschaftlichen Gründen vorgenommen werden FINMA-RS, 08/38, Rz. 35. Die neuen Art. 55e und 55f nBEHV können m.E. durchaus so formuliert sein, dass eine weitere Konkretisierung in einem FINMA-RS möglich ist.

Die Artikel könnten ungefähr so aussehen:

Art. 55e (neu) Kurspflege und Market Making

1 Nicht unter Artikel 33e Absatz 1 und 33f Absatz 1 des Gesetzes, fallen Effektengeschäfte, die zum Zweck der Kurspflege, der Preisstabilisierung oder im Rahmen von Preisstellungen für die Nachfrage und Angebotsseite erfolgen, wenn:

- a. die Effektengeschäfte der Börse spätestens mit der Vornahme gemeldet werden;
- b. der Börse zugleich den dafür vorgesehene Zeitraum mitgeteilt wird, der aber höchstens ... betragen darf; und
- c. die Effektengeschäfte weder zu einer Kursentwicklung, noch zu einer Fixierung des Kurses führen, die wirtschaftlich nicht gerechtfertigt ist.

2 Der Zeitraum welcher der Börse gemäss Absatz 1 Bst. b zu melden ist, kann einmal, um die ursprünglich vorgesehene Dauer verlängert werden.

Art. 55f (neu) „Matched Orders“ aus zulässigen Wirtschaftlichen Gründen

Nicht unter Artikel 33e Absatz 1 und 33f Absatz 1 des Gesetzes fallen Effektengeschäfte, die beidseitig direkt oder indirekt auf Rechnung derselben Person oder zu diesem Zweck verbundener Personen erfolgen, wenn:

- a. sie aus einem zulässigen wirtschaftlichen Grund getätigt werden;
- b. zum Marktpreis erfolgen; und
- c. der Börse spätestens fünf Handelstage vor der Vornahme gemeldet werden.

Die Artikel sind bewusst eher offen formuliert, dass die FINMA weitere Konkretisierung vornehmen kann. Gerade bei Art. 55e Abs. 1 Bst. c und Art. 55f Bst. a nBEHV wäre eine weitere Konkretisierung sicherlich sinnvoll. Die Rechtslage sollte sich, abgesehen davon, dass die Artikel nun als Rechtfertigungsgründe gelten können, nicht ändern. Den Zeitraum gem. Art. 55e Abs. 1 bst. b nBEHV habe ich absichtlich offen gelassen, da ich schlicht nicht weiss, welcher Zeitraum angemessen erscheint.

Weiter möchte ich gerne fragen, ob es möglich wäre, über den Inhalt der definitiven Fassung informiert zu werden? Ich würde mich im Hinblick auf strafrechtliche Rechtfertigungsgründe gerne vertieft damit auseinandersetzen, sobald dies möglich ist.

Ich bedanke mich für die zur Kenntnisnahme und wünsche Ihnen noch einen schönen Nachmittag

Beste Grüsse

Nicolas Leu

Nicolas Leu, BLaw
Universität Bern
Institut für Strafrecht und Kriminologie
Schanzeneckstrasse 1
Postfach 8573
3001 Bern

Nicolas.Leu@krim.unibe.ch

Memorandum

14. Dezember 2012

Betreff **Änderung der Börsenverordnung | Stellungnahme von Novartis**

Novartis hat den Revisionsentwurf zur Änderung der Börsenverordnung (Börsendelikte und Marktmissbrauch) („**E-BEHV**“) geprüft und nimmt gerne wie folgt Stellung:

1. „Exclusive“ vs. „non-exclusive Safe Harbor“

Im englischen Sprachgebrauch wird zwischen exklusiven (*exclusive*) und nicht exklusiven (*non-exclusive*) Safe Harbors unterschieden. Bei einem exklusiven Safe Harbor ist dessen Einhaltung die einzige Art, die Anforderungen des Gesetzes zu erfüllen. Demgegenüber schafft ein nicht exklusiver Safe Harbor nur, aber immerhin, Rechtssicherheit, indem ein Rechtsanwender, der die Anforderungen des betreffenden Safe Harbor einhält, sicher sein kann, dass er sich damit im Rahmen des Erlaubten bewegt. Gesetzeskonformes Handeln ausserhalb eines nicht exklusiven Safe Harbor bleibt aber möglich; der Rechtsanwender kann sich dann einzig nicht auf die klaren Leitlinien eines Safe Harbor verlassen.

Gemäss Erläuterungsbericht (S. 3) scheinen die Safe Harbors exklusiv zu sein („in abschliessender Weise Ausnahmen von den aufsichtsrechtlichen Verboten“). Allerdings scheint sich der Erläuterungsbericht (S. 4) dann gleich selbst zu widersprechen („Verdeckte Rückkäufe sind damit jedoch nicht generell unzulässig, sondern nur dann wenn sie gegen die Verbote der Marktmanipulation und des Insiderhandels verstossen.“).

⇒ Klarstellen, wonach es sich um nicht exklusive Safe Harbors handelt, wobei diese Klarstellung auch im Kommentar zu den Änderungen erfolgen kann.

2. Verhältnis der Safe Harbors zum Strafrecht

Gemäss Erläuterungsbericht (S. 3) scheinen die Safe Harbors automatisch auch auf die Straftatbestände anwendbar zu sein und zwar aufgrund von StGB 14.

⇒ Eine ausdrückliche Klärung, mindestens im Kommentar zu den Änderungen, wäre wünschenswert.

3. Safe Harbor nur für Rückkäufe unter einem Rückkaufprogramm

Gemäss Erläuterungsbericht (S. 4) werden nicht öffentlich angekündigte Rückkäufe (sog. verdeckte Rückkäufe) aufgrund der mangelnden Transparenz nicht von der Ausnahme von E-BEHV 55a erfasst. Da allerdings der Erläuterungsbericht ausdrücklich festhält, dass der Grundsatz „Keiner kann sein eigener Insider sein“ in der neuen BEHV in abschliessender Weise geregelt werden soll (S. 7)¹ und insbesondere Transaktionen in eigenen Effekten unter dem Gesichtspunkt des Insiderhandels nicht mehr generell zulässig sein sollen, ist es von zentraler Bedeutung, dass ausreichend Safe Harbors zur Verfügung gestellt werden.

⇒ Auch ausserhalb eines Rückkaufprogramms sind Aktienrückkäufe eine Realität (bspw. zur Deckung von aktuellen und zukünftigen Verpflichtungen eines Emittenten unter Programmen zur Beteiligung der Mitarbeiter) und sollten – allenfalls unter bestimmten Bedingungen – ebenfalls unter einen Safe Harbor fallen können. Insbesondere überzeugt das Argument der mangelnden Transparenz nicht, denn gem. UEK-RS1 sind, solange ein Rückkaufprogramm offen ist, Marktkäufe für andere Zwecke als unter dem Rückkaufprogramm alle fünf Tage an die UEK zu melden (UEK-RS1, Rz 12). Diese Meldungen werden auf der Website der UEK veröffentlicht. Damit sind diese Rückkäufe ausreichend transparent.

¹ Neu sollen gemäss E-BEHV 55 nur noch der Entschluss, ein Effektengeschäft zu tätigen (lit. a) und der Erwerb von Effekten einer Zielgesellschaft durch den potenziellen Anbieter (lit. b) vom Grundsatz „Keiner soll sein eigener Insider sein“ geschützt werden, wobei allerdings auch hier jeweils vorausgesetzt wird, dass der Entschluss nicht auf Insiderinformationen basiert.

- ⇒ Sodann erfolgen praktisch auf täglicher Basis Käufe von Aktien von Mitarbeitern, die ihre Aktien aus Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen an ihren Arbeitgeber zurückverkaufen.

Aufgrund des oben Gesagten, sollten folgende zusätzlichen Safe Harbors eingeführt werden:

- (i) Käufe auf der ersten Linie könnten beispielsweise von einem Safe Harbor erfasst werden, der der SEC Rule 10b-18 nachgebildet ist. Diese Rule lässt Marktkäufe eigener Aktien zu, sofern sie vier Voraussetzungen genügen: (1) Nur ein Broker ist involviert; (2) die Käufe erfolgen nicht während der Eröffnungsauktion und nicht 10 Minuten vor Handelsschluss; (3) der Kaufpreis liegt nicht über dem höchsten unabhängigen Bid-Preis oder der letzten unabhängigen Transaktion, wobei auf die jeweils höhere Referenzgrösse abgestellt wird; und (4) diese Käufe dürfen 25% des durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen innert der letzten vier Wochen (ADTV) nicht übersteigen, wobei einmal wöchentlich anstelle der Marktkäufe ein Block Trade möglich ist, der dann aber nicht in die Berechnung des ADTV miteinbezogen wird.

SEC Rule 10b-18 schützt allerdings *nicht* vor dem Vorwurf des Insider Trading, sondern nur vor dem Vorwurf der Marktmanipulation. Ein Safe Harbor, der vor beiden Vorwürfen schützt, müsste dementsprechend zusätzlich zu den oben erwähnten Voraussetzungen von SEC Rule 10b-18 auch die Ratio von SEC Rule 10b5-1 aufnehmen, wonach eine „Affirmative Defense“ besteht, sofern eine Person bevor sie über Insider Informationen („material nonpublic information“) verfügte einen bindenden Vertrag („binding contract“) abgeschlossen hat, eine Instruktion („instruction“) gegeben hat oder einen schriftlichen Trading Plan („written plan“) aufgesetzt hat. Allerdings sollte die entsprechende Regelung in der BEHV nicht nur als „Affirmative Defense“ ausgestaltet sein, sondern vielmehr Teil des Safe Harbors sein. Die Ratio von Rule 10b5-1 könnte aufgenommen werden, indem die Ausnahmen von E-BEHV 55b(2) zum Teil des Safe Harbor erhoben würden. E-BEHV 55b(2) würde dann nicht bloss eine Ausnahme unter dem generellen Verbot, während Black-out Perioden Rückkäufe zu tätigen, sein, sondern vielmehr Teil des generell anwendbaren Safe Harbor für Rückkäufe ausserhalb des Rückkaufangebots. Allerdings sollten dann wie unten in Ziff. 5(c) ausgeführt auch interne durch eine Informationsbarriere geschützte Handels-

abteilungen mit der Ausführung eines Trading Plan beauftragt werden können und die Ausnahme von E-BEHV 55b(2)(b) müsste – wie unten unter Ziff. 5(d) ausgeführt – auch auf Emittenten, die nicht Effekthändler sind, Anwendung finden.

Ein möglicher solcher Safe Harbor könnte wie folgt lauten:

E-BEHV 55a Absatz 2 (neu):

Der Rückkauf eigener Beteiligungsprogramme ausserhalb eines öffentlichen Kaufangebots (Rückkaufprogramm) fällt nicht unter Artikel 33e Absatz 1 und 33f Absatz 1 des Gesetzes, wenn:

- a. *nur ein Broker involviert ist;*
- b. *während der Eröffnungsauktion und zehn Minuten vor Handelsschluss keine Rückkäufe erfolgen;*
- c. *der Kaufpreis nicht höher ist als der letzte unabhängig erzielte Abschlusspreis oder, sofern dieser höher ist, als der gegenwärtig beste unabhängige Angebotspreis;*
- d. *diese Käufe am jeweiligen Börsentag 25% des durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen innert der letzten vier Wochen nicht übersteigen, wobei anstelle der Marktkäufe einmal wöchentlich ein Block Trade möglich ist, der dann aber nicht in die Berechnung des durchschnittlichen täglichen Handelsvolumens miteinbezogen wird; und*
- e. *die Kaufentscheide getroffen werden durch:*
 1. *ein Effekthändler oder eine Handelseinheit der Emittentin, die durch Informationsbarrieren geschützt ist, sofern diese ihre Entscheide ohne Beeinflussung durch die Emittentin innerhalb der ihnen vorgegebenen Parameter treffen. Sofern die Parameter nicht ausserhalb einer Frist gemäss Artikel 55b Absatz 1 festgelegt oder angepasst werden, dürfen Handelsgeschäfte erst nach einer Wartefrist von drei Monaten vorgenommen werden; oder*
 2. *eine Handelseinheit der Emittentin, die durch Informationsbarrieren geschützt ist.*

- (ii) Käufe von Aktien von Mitarbeitern im Zusammenhang mit Mitarbeiterprogrammen, müssen generell ausgenommen sein. Ein möglicher Safe Harbor könnte wie folgt lauten:

E-BEHV 55a Absatz 3 (neu):

Der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere von Mitarbeitern im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsprogramms fällt nicht unter Artikel 33e Absatz 1 und 33f Absatz 1 des Gesetzes. Die Black-out Perioden von Artikel 55b finden auf diese Rückkäufe keine Anwendung.

4. Detailkommentare zu E-BEHV 55a (Rückkauf eigener Beteiligungspapiere)

- (a) E-BEHV 55a(1)(c) (Volumenbeschränkung): Es ist nicht einzusehen, weshalb eine vom UEK-RS1 abweichende Volumenbeschränkung eingeführt werden soll, zumal die Volumenbeschränkung gemäss UEK-RS1 nur für Rückkäufe auf der 1. Handelslinie Gültigkeit hat, während Rückkäufe auf der 2. Handelslinie aufgrund der erhöhten Transparenz der 2. Handelslinie ohne Volumenbeschränkung zulässig sind.
- ⇒ Volumenbeschränkung sollte unverändert der bewährten Regelung des UEK-RS1 entsprechen und insbesondere müssen Rückkäufe auf der 2. Handelslinie weiterhin ohne Volumenbeschränkung zulässig sein.
- (b) E-BEHV 55a(1)(d) (Kaufpreislimate): Der Kaufpreis darf nicht höher als der letzte unabhängige Abschlusspreis oder der gegenwärtig beste Bid-Preis sein. Diese Regelung entspricht der EU-Regelung. Sie ist ebenfalls analog zur SEC Rule 10b-18, wobei die SEC Rule allerdings auf die höhere Referenzgrösse abstellt. Durch die Kaufpreislimitierung wird allerdings die Möglichkeit, auf der 2. Handelslinie eine Prämie von bis zu 5% zu bezahlen (UEK-RS1, Rz 32), abgeschafft. Gemäss Erläuterungsbericht (S. 5) ist dies ein bewusster Entscheid. Die Möglichkeit zur Bezahlung einer Prämie auf der 2. Handelslinie ist aber eine Voraussetzung dafür, dass die 2. Handelslinie überhaupt genutzt wird. Die 2. Handelslinie ist – insbesondere

bei Rückkäufen zum Zweck der Kapitalherabsetzung – für die Emittenten jedoch von zentraler Bedeutung, denn nur so kann die Verrechnungssteuer korrekt berechnet und abgeführt werden. Dabei dient die Prämie dazu, dass Anbieter (ausschliesslich Schweizer institutionelle Anleger) ihre Zinskosten bis zur Rückerstattung der aufgrund der Teilliquidation erhobenen Verrechnungssteuer finanzieren können. Dabei ist zu bedenken, dass die auf der 2. Handelslinie bezahlte Prämie vollumfänglich transparent ist, was für die vorgeschlagene Kommission nicht der Fall wäre. Daher wäre auch aus Transparenzgründen die bestehende Lösung vorzuziehen. Unklar ist zudem, wie eine Kommission zu berechnen, anzupassen und zu kommunizieren wäre. Schliesslich ist zu erwähnen, dass eine Lösung mit einer Kommission erlauben würde, unterschiedliche Anbieter unterschiedlich zu behandeln.

⇒ Möglichkeit zur Bezahlung einer Prämie auf der 2. Handelslinie soll beibehalten werden.

- (c) E-BEHV 55a(1)(e) (Verbot während Rückkaufprogramms Titel zu verkaufen): Beteiligungspapiere unter einem Rückkaufprogramm zurückzukaufen und gleichzeitig grössere Positionen zu verkaufen mag potentiell die Gefahr widersprüchlichen Verhaltens bergen. Trotzdem können Titelverkäufe durchaus auch während eines Rückkaufprogrammes vorkommen und legitimen Geschäftsinteressen ohne spekulativen Hintergrund entsprechen. Beispiele für durchaus legitime Veräusserungsgeschäfte sind die Ausgabe oder Lieferung von Aktien unter Mitarbeiteroptionsprogrammen, die Lieferung aufgrund von Mitarbeitern eingeräumter Restricted Stock Units oder Optionen und der Verkauf eines Aktienbestandes, dessen steuerliche Maximalhaldedauer mit Blick auf die Teilliquidation kurz vor dem Ablauf ist.

Zudem ist zu beachten, dass E-BEHV 55a(1)(e) grossen Emittenten, die laufend ein offenes Rückkaufprogramm haben, faktisch verunmöglichen würde, sich auf den Safe Harbor abzustützen, denn ein einziger Verkauf würde nach der derzeitigen Formulierung den Safe Harbor von E-BEHG 55a unanwendbar machen.

- ⇒ E-BEHV 55a(1)(e) sollte eine Freigrenze vorsehen, innerhalb derer Titelverkäufe möglich sind, ohne den Safe Harbor zu gefährden.
- ⇒ Sodann sollten Verkäufe ohne Beschränkung zulässig sein, sofern der Emittent das Rückkaufprogramm vorübergehend eingestellt hat.
- ⇒ Transaktionen im Zusammenhang mit Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen sollten schliesslich ohne Limitenbeschränkung zulässig sein.

Entsprechend könnte E-BEHV 55a(1)(e) wie folgt umformuliert werden:

- e. mit Ausnahme von der Zuteilung oder Lieferung von Beteiligungspapieren im Zusammenhang mit Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen, Verkäufe eigener Beteiligungspapiere während eines aktiven Rückkaufprogramms und fünf Börsentage bevor ein Rückkaufprogramm wieder aktiviert wird an keinem Börsentag 5% des durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen innert der letzten vier Wochen übersteigen;*
- (d) E-BEHV 55a(1)(g) (Meldung innert 7 Tagen): Das UEK-RS1 verlangt die Meldung an die UEK innert 5 Tagen.
 - ⇒ Ein Gleichlauf der Meldefristen wäre wünschenswert, sei es durch Anpassung in der Börsenverordnung oder durch eine entsprechende Anpassung des UEK-RS1.

5. Detailkommentare zu E-BEHV 55b (Black-out Perioden)

- (a) E-BEHV 55b(1)(b) (Black-out Periode 10 Börsentage vor Mitteilung der Finanzergebnisse): Für das Ende der Black-out Periode wird auf „die Mitteilung an die Medien“ abgestellt.
 - ⇒ Besser wäre eine generelle Formulierung, die auf die „öffentliche Bekanntgabe“ abstützt, denn dies entspricht der Ad hoc-Regelung der SIX.

- (b) E-BEHV 55b(1)(c) (Black-out Periode mehr als 9 Monate nach dem letzten konsolidierten Abschluss): Hier ist klarzustellen, dass auch nicht-geprüfte Quartalsabschlüsse ausreichen, ansonsten wären Rückkäufe im letzten Quartal eines Jahres nicht mehr unter einem Safe Harbor möglich.
- ⇒ Klarstellen, dass auch nicht-geprüfte Quartalsabschlüsse ausreichen.
- (c) E-BEHV 55b(2)(b) (Rückkauf zum Marktpreis während einer Black-out Periode gemäss Trading Plan): Die Bestimmung hält fest, dass die Parameter des Trading Plans „ausserhalb einer Frist gemäss Absatz 1“, d.h. ausserhalb einer Black-out Periode, festzusetzen sind. Bei einem Grossunternehmen, das laufend Projekte hat, die möglicherweise unter einen Bekanntgabeaufschub fallen, würde dies die Aufsetzung eines Trading Plans gemäss dieser Bestimmung faktisch verhindern. Entsprechend sollte die Aufsetzung eines Trading Plans auch während einer Frist gemäss Absatz 1 zulässig sein, wobei dann dem Insider Trading Problem mit einer „Cooling-off“ Periode von drei Monaten begegnet werden könnte. Dies würde der Praxis bei Pre-Trading Plänen des Topmanagements unter der SIX Richtlinie betr. Offenlegung von Management-Transaktionen entsprechen. Zusätzlich wäre eine Klarstellung wünschenswert, dass diese Parameter ausserhalb einer Black-out Periode jederzeit angepasst werden können.
- ⇒ Die Aufsetzung eines Trading Plans sollte auch während einer Black-out Periode erlaubt sein, wobei dann allerdings eine „Cooling-off“ Periode von drei Monaten anwendbar sein sollte.
- ⇒ Klarstellen, dass die Parameter ausserhalb einer Black-out Periode jederzeit und innerhalb einer Black-out Periode unter Einhaltung der „Cooling-off“ Periode angepasst werden können.
- ⇒ Schliesslich sollten auch interne durch Informationsbarrieren geschützte Handelseinheiten eines Emittenten mit der Ausführung eines Trading Plans beauftragt werden können.

Entsprechend könnte E-BEHV 55b(2)(b) wie folgt formuliert werden:

- a. *einen Effektenhändler oder eine Handelseinheit der Emittentin, die durch Informationsbarrieren geschützt ist, sofern diese ihre Entscheide ohne Beeinflussung durch die Emittentin innerhalb der ihnen vorgegebenen Parameter treffen. Sofern die Parameter nicht ausserhalb einer Frist gemäss Absatz 1 festgelegt oder angepasst werden, dürfen Handelsgeschäfte erst nach einer Wartefrist von drei Monaten vorgenommen werden.*
- (d) E-BEHV 55b(2)(b) (Rückkauf zum Marktpreis während einer Black-out Periode durch Effektenhändler): Rückkäufe durch eine unabhängige mit Informationsbarrieren geschützte Handelseinheit des Emittenten sollen auch während einer Black-out Periode zulässig sein, dies allerdings nur sofern der Emittent Effektenhändler ist. Industrie- oder Gewerbeunternehmen fallen jedoch nicht bloss aufgrund der Tätigkeit ihrer Finanzabteilungen unter das Börsengesetz (vgl. FINMA RS-Effektenhändler, Rz. 8). Entsprechend sind denn diese Unternehmen aber auch regelmässig keine Effektenhändler, wodurch ihnen jedoch – auch wenn entsprechende Handelsabteilungen bestehen – Rückkäufe zum Marktpreis während einer Black-out Periode verwehrt bleiben würden.
- ⇒ Erfordernis, dass der Emittent ein Effektenhändler sein muss, sollte gestrichen werden.
- ⇒ Wünschenswert wären zudem klare Hinweise, wie ein Industrie- und Gewerbeunternehmen eine Informationsbarriere auszugestalten hätte. Da sich bei Industrie- und Gewerbeunternehmen jedoch das Problem des Einleger-schutzes nicht stellt, würde eine (Teil-)unterstellung unter die prudentielle Aufsicht der FINMA bloss aufgrund der Errichtung solcher Informationsbarrieren zu weit gehen und auch einer formellen gesetzlichen Grundlage entbehren. Bei konkretem Verdacht stehen der FINMA dann aber natürlich die aufsichtsrechtlichen Untersuchungs-

mittel zur Verfügung, die ja neu auch gegenüber nicht regulierten Marktteilnehmern Anwendung finden.

6. Detailkommentare zu E-BEHV 55c (Inhalt des Rückkaufinserats)

Gemäss Erläuterungsbericht (S. 6) scheint nicht beabsichtigt zu sein, dass das Rückkaufsinserat neue regulatorische Pflichten einführt. Allerdings ist das Rückkaufinserat gemäss E-BEHV 55a(1)(f) wiederum eine der Voraussetzungen, dass überhaupt der Safe Harbor für Rückkaufprogramme in Anspruch genommen werden kann. Dementsprechend muss sichergestellt werden, dass sämtliche Anforderungen an Rückkaufinserate klar in der Verordnung festgehalten werden, da ansonsten Unklarheit über die Anwendbarkeit des Safe Harbors besteht. E-BEHV 55c ist aber nicht klar formuliert und schafft entsprechend Rechtsunsicherheit.

⇒ Insbesondere müssten die folgenden Punkte angepasst werden:

- Klarstellung, welche „Information zur Emittentin“ verlangt wird (lit. a);
- Klarstellung, welche Arten von Rückkaufprogramme es geben soll, allenfalls durch Verweis auf das Meldeformular der UEK (lit. b);
- Klarstellung, was mit „genauer Zweck des Rückkaufprogramms“ gemeint ist, insbesondere Präzisierung, wie „genau“ der Zweck beschrieben werden muss (lit. c);
- Klarstellung, dass der verlangte Zeitplan demjenigen im Meldeformular UEK entspricht (lit. d);
- Klarstellung, welche „Angaben zum Rückkaufpreis“ verlangt sind (lit. e und f).

⇒ Alternativ könnte auch auf die Genehmigung des Rückkaufinserats durch die UEK verwiesen werden, womit sichergestellt wäre, dass das Rückkaufinserat den Anforderungen genügt. Entsprechend müsste E-BEHV 55a(1)(f) wie folgt ergänzt werden:

- f. der wesentliche Inhalt des Rückkaufprogramms mittels dem von der Übernahmekommission genehmigten Rückkaufinserat vor Beginn und während der gesamten Dauer des Rückkaufprogramms veröffentlicht wird; und*

7. Detailkommentare zu E-BEHV 55d (Preisstabilisierung nach öffentlicher Aktienplatzierung)

- (a) E-BEHV 55d(a) (Maximale Stabilisierungsdauer von 30 Tagen): Diese Regelung entspricht der Regelung in der EU². Demgegenüber sieht SEC Regulation M (Rule 104) keine zeitliche Begrenzung vor.
- ⇒ Stabilisierungsdauer allenfalls verlängern.
- (b) E-BEHV 55d(c) (Bekanntgabe des Stabilisierungsmanagers): Diese Regelung entspricht der Regelung in der EU³, allerdings lässt die EU-Regelung eine Ausnahme zu, sofern der Stabilisierungsmanager zum Zeitpunkt der Ankündigung noch nicht bekannt ist.
- ⇒ BEHV sollte ebenfalls eine der EU-Regelung entsprechende Ausnahme vorsehen.
- (c) E-BEHV 55d(d) (Meldung der Stabilisierungsgeschäfte an die Börse alle 7 Tage): Diese Regelung entspricht der Regelung in der EU⁴.
- ⇒ Wünschenswert wäre eine Klarstellung, dass diese Angaben nicht veröffentlicht werden.
- ⇒ Sodann wäre eine Klarstellung des Zeitpunkts der Veröffentlichung der Stabilisierungsgeschäfte nach Abschluss der Stabilisierung hilfreich. Da Stabilisierungsgeschäfte – insbesondere bei Unternehmen mit mehreren Börsennotierungen – auch in mehreren Märkten und damit zeitverschoben vorgenommen werden können, wäre aus praktischen Gründen eine Veröffentlichung am ersten Börsentag nach Abschluss der Stabilisierungsgeschäfte wünschenswert.
- ⇒ Hierzu könnte E-BEHV 55d(d) wie folgt umformuliert werden:

² Commission Regulation (EC) No 2273/2003, Article 8(2).

³ Commission Regulation (EC) No 2273/2003, Article 9(1)(d).

⁴ Commission Regulation (EC) No 2273/2003, Article 9(2).

- d. *die Effektengeschäfte der Börse spätestens am siebten Handelstag der Börse gemeldet werden, wobei die Börse diese Informationen allerdings nicht öffentlich zugänglich macht; und*
- f. *die Effektengeschäfte spätestens am ersten Börsentag nach der Vornahme des letzten stabilisierenden Effektengeschäfts durch die Emittentin veröffentlicht werden.*

(d) E-BEHV 55d(d) (Veröffentlichung der Stabilisierungsgeschäfte nach Abschluss der Stabilisierung): Diese Regelung entspricht der Regelung in der EU⁵.

⇒ Wünschenswert wäre eine Auflistung des Veröffentlichungsinhalts analog zur EU-Regelung.

8. Übrige zulässige Effektengeschäfte

Ein Emittent, der die Anlagen seiner Pensionskassen selbst verwaltet, verfügt, sofern er die Bekanntgabe einer kursrelevanten Tatsache aufschiebt, über potentielle Insiderinformationen und könnte dementsprechend auch für die Pensionskassen keine Geschäfte in seinen eigenen Effekten mehr ausführen, es sei denn die Geschäfte würden unter einen Safe Harbor fallen.

Soweit keine Neugewichtung in den Effekten des Emittenten ansteht, sollte allerdings gegen solche Portfoliogeschäfte nichts einzuwenden sein. Entsprechend sollte ein Emittent solche Rebalancing-Geschäfte tätigen können, soweit dadurch keine Über- oder Untergewichtung der Effekten des Emittenten im Verhältnis zu deren Gewichtung in einem dem Portfolio zugrundeliegenden Aktienindex erfolgt. Dadurch soll einem als Verwalter von Pensionskassenaktiven tätigen Emittenten der Nachvollzug von Indexneugewichtungen erlaubt bleiben.

⇒ Da rein passive und indexgetriebene Neugewichtungen ganz allgemein erlaubt sein sollten und letztlich auch unter Insidergesichtspunkten problemlos sind, könnte ein möglicher Safe Harbor breiter formuliert werden und wie folgt lauten:

⁵ Commission Regulation (EC) No 2273/2003, Article 9(3).

E-BEHV 55e lit. c (neu):

- c. Käufe oder Verkäufe von Effekten, die einzig dem Nachvollzug von Indexneugewichtungen in einem Portfolio dienen, sofern dadurch weder eine Über- noch eine Untergewichtung der betreffenden Effekten im Verhältnis zu deren Gewichtung im zugrundeliegenden Index resultiert.*

Eidgenössisches Finanzdepartement EFD
Generalsekretariat
Bernernhof
Bundesgasse 3
CH-3003 Bern

Per E-Mail:
regulierung@gs-efd.admin.ch

Basel, 17. Dezember 2012
A.033/RSC/CWI

Börsendelikte, Änderung der Börsenverordnung (BEHV) – Stellungnahme

Sehr geehrte Frau Bundesrätin
Sehr geehrter Herr Roth
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir bedanken uns für die Möglichkeit der Stellungnahme und äussern uns im Einzelnen dazu wie folgt.

I. Allgemeines

Die Revision der BEHV ist durch ihre **aufsichts- und strafrechtliche Tragweite für alle Marktteilnehmer** – darunter namentlich Investoren, Emittenten, Effektenhändler und weitere Finanzintermediäre (zumal Banken) – von grosser Bedeutung. Sie kann beträchtliche Auswirkungen auf den schweizerischen Kapitalmarkt entfalten. Wir schlagen vor, insbesondere die Bestimmungen zum Rückkauf eigener Beteiligungstitel und zu den Stabilisierungsmassnahmen nach erfolgter Effektenplatzierung in verschiedener Hinsicht anzupassen, um Marktstörungen aufgrund eines möglichen Ausfalls von Rückkäufen und Preisstabilisierungen zu vermeiden. Auch sollten zur Gewährleistung der Rechtssicherheit die erlaubten Geschäfte und Verhaltensweisen klarer umschrieben werden.

Im Entwurf zu Kap. 5a werden wenige Marktverhaltensweisen für zulässig erklärt mit der unerwünschten Folge, dass in Bezug auf weitere, teils für einen funktionierenden Markt nötige Verhaltensweisen, **Rechtsunsicherheit** über ihre Zulässigkeit entsteht. Beispielsweise – und unverständlicherweise – fehlen z.B. Market Making und Arbitrage. Wir halten es deshalb für unabdingbar, die Aufzählungen dieses Kapitels beispielhaft und nicht abschliessend zu sehen. Ähnlich gewissen Regelungen des europäischen Auslands wäre sodann zu prüfen, wie insoweit auf Entwicklungen der Märkte flexibel und speditiv eingegangen werden kann: Das Recht muss mit den Märkten Schritt halten und sollte diese nicht kontraproduktiv einengen (vgl. Section 118[5] des

Die Banken leisten **bspw. das Market Making** nicht zuletzt für kleinere Emittenten. Voraussetzung ist eine laufende und ständige Aufrechterhaltung der Möglichkeit, Titel zu kaufen oder zu verkaufen. Gleichzeitig leisten Banken gewisse Beratungsdienste für Emittenten, gewähren ihnen Kredite und gehen Risiken beim Underwriting ein. Dabei erhalten die Banken vertrauliche Informationen und stellen durch Informationsbarrieren sicher, dass diese nicht zur Kenntnis ihrer Handelsabteilung gelangen. Der Erläuterungsbericht könnte nun so verstanden werden, dass die Banken bloss noch eine der Dienstleistungen erbringen dürften (indem es heisst, Kap. 5a regle die Ausnahmen von den aufsichtsrechtlichen Verboten „in abschliessender „Weise“). Diese Folgerung erscheint klar unverhältnismässig. Letztlich geht es nicht nur um den volkswirtschaftlichen Sinn oder Unsinn einer Regulierung, sondern auch um den strafrechtlichen Grundsatz „Nulla poena sine lege“: Es darf nicht sein, dass eine Bank, wenn ihre Handelsabteilung ohne Insiderwissen Geschäfte tätigt, durch Wissensumlegung auf das Gesamtunternehmen strafbar wird!

II. Offenlegung von Beteiligungen, öffentliche Kaufangebote (Art. 53b)

Ein Hauptmangel des Entwurfs liegt darin, dass in Abs. 3 die Art der Veröffentlichung der **Gesamtzahl der ausgegebenen Beteiligungspapiere und der damit verbundenen Stimmrechte durch Gesellschaften mit Sitz im Ausland und schweizerischer Hauptkotierung nicht ausreichend bestimmt** ist. Für Marktteilnehmer ist es jedoch unerlässlich, dass diese Daten effizient und zentral abgerufen werden können (bspw. durch elektronischen Feed).

So wären entsprechende **Melde- und Veröffentlichungspflichten** festzuhalten. Die Börse müsste u.E. – ähnlich wie bei Abs. 2 (Liste der hauptkotierten ausländischen Gesellschaften) – das zur Berechnung von Beteiligungen massgebende Zahlenmaterial veröffentlichen. Die Emittenten müssten gleichzeitig verpflichtet werden, die entsprechenden Daten an die Börse zu liefern (vgl. Section 5.6 der Disclosure and Transparency Rules der FSA in Grossbritannien).

Sodann hätte Art. 53b ausdrücklich festzulegen, dass die veröffentlichten Zahlen als **massgebliche Berechnungsgrundlage für die Schwellenwerte gemäss Art. 20 BEHG** gelten. Mögliche Abweichungen von der Anzahl Aktien gemäss entsprechenden Bestimmungen des Auslands dürfen nicht zu Meldepflichtverletzungen gemäss schweizerischem Recht führen.

Da die Kapitalstruktur ausländischer Gesellschaften komplex sein kann und damit eine Berechnung des die Angebotspflicht auslösenden Schwellenwerts aufgrund der Schweizer Bestimmungen Schwierigkeiten bereiten kann, würden wir gerne anregen, dass die Übernahmekommission auf entsprechendes Gesuch des potentiellen Anbieters bzw. eines Grossaktionärs hin in komplexen Fällen zur Gewährleistung der Rechtssicherheit eine **Feststellungsverfügung betreffend die exakte Berechnungsgrundlage** erlassen kann.

III. Zulässiges Marktverhalten (Art. 55a–55f)

A. Vorbemerkungen zu Art. 55a–55b

Einerseits hat sich das Rundschreiben Nr. 1 der Übernahmekommission (UeK) im Markt bewährt. Bestätigend hält das FINMA-RS 2008/08 in Rz. 21 und 33 fest, dass Rückkäufe gemäss UeK-RS 1 als zulässige Geschäfte bzw. Verhaltensweise gälten. Missbräuche sind uns nicht bekannt. Mit den Meldepflichten bei Rückkaufprogrammen erscheint auch die Transparenz im Markt gewährleistet. So stellt sich uns die **Frage, aus welchen Gründen** die vorgeschlagene Änderung nötig sei.

Die Regelung von öffentlichen Aktienrückkäufen in der BEHV mit Bezug auf die Börsendelikte stellt zugleich eine indirekte Regelung der öffentlichen Aktienrückkäufe selbst dar, die von der bestehenden Regelung teilweise stark abweicht. Insbesondere wird die **geltende Freistellung öffentlicher Rückkäufe von weniger als 2% in der vorgeschlagenen Neuregelung unverständlichlicherweise nicht abgebildet**.

Vor diesem **kritischen Hintergrund** sind unsere nachstehenden Ausführungen zu sehen.

B. Art. 55a–55c: Rückkauf eigener Beteiligungspapiere

Die Regelung der revidierten BEHV bringt insofern einen Systemwechsel als die bis anhin flexible Regelung der Übernahmekommission (Rundschreiben Nr. 1 „Rückkaufprogramme“), aufgrund der Ausnahmeregelungen möglich waren, durch eine **zu starke Regelung** abgelöst wird. Zur Gewährleistung von Rechtssicherheit bei Rückkaufprogrammen begrüssen wir zwar die Bestimmungen in der BEHV, sind aber der Ansicht, dass dies eine Regelung von Rückkaufprogrammen durch die Übernahmekommission im Einzelfall nicht ausschliesst, zumal sich deren Praxis bewährt hat und Missbrauchsfälle nicht bekannt sind.

Aus diesem Grund schlagen wir vor, die neue Regelung des BEHV durch eine Bestimmung zu ergänzen, wonach **Rückkaufprogramme, die von der Übernahmekommission bewilligt sind, nicht unter Art. 33e (Ausnützen von Insiderinformationen) oder Art. 33f (Marktmanipulation) BEHG** fallen, wenn sie durch Verfügung der Übernahmekommission genehmigt worden sind. Andernfalls könnten sich die Rechtsunterworfenen nicht mehr auf Verfügungen der Übernahmekommission verlassen, was der nötigen Rechtssicherheit in diesem Bereich abträglich wäre. Diese Flexibilität scheint uns zwingend notwendig, denn die wirtschaftliche Notwendigkeit verlangt nicht selten Abweichungen vom „Prinzip“. So ist bspw. nicht einzusehen, weshalb ein Rückkauf mittels Put-Option einen Insider- oder Manipulationstatbestand erfüllen soll, nur weil die Laufzeit vier statt drei Jahre beträgt. Gleiches gilt z.B. beim Umfang eines Rückkaufprogramms, das oft einen grösseren als den ursprünglich vorgesehenen Umfang erreicht.

Die Bestimmung von Art. 55a Abs. 1 Bst. c, wonach für die Berechnung des maximalen täglichen Rückkaufvolumens von 25% auf die letzten 30 Tage vor Veröffentlichung des Rückkaufprogramms abzustützen ist, macht bei mehrjährigen Programmen keinen

Sinn, da sich die Volumina über Zeit stark verändern können. Stattdessen ist auf eine **monatlich oder quartalsweise rollende Frist** abzustellen, d.h. die letzten 30 bzw. 90 Tage vor dem jeweiligen Rückkauf als relevant zu erklären mit entsprechender monatlicher oder quartalsweiser Anpassung des maximal möglichen Rückkaufvolumens.

Ausserdem sollte in Art. 55a Abs. 1 Bst. c klargestellt werden, dass die Begrenzung des Volumens **nur auf Rückkäufe über eine Handelslinie**, nicht aber mittels Put-Optionen und ausserbörsliche Block Trades anwendbar ist.

Die neue Regelung von Art. 55a Abs. 1 Bst. d verbietet, auf der zweiten Linie einen höheren Preis als den Marktpreis zu bezahlen. Tritt diese Regelung in Kraft, werden künftig **Rückkäufe auf einer zweiten Handelslinie verunmöglicht**. Mit der vorgeschlagenen Regelung für Rückkäufe auf einer zweiten Linie wird ausser Acht gelassen, dass sich diese Transaktionsstruktur als praxistaugliche Variante aufgrund der steuerrechtlichen Situation in der Schweiz (Verrechnungssteuer) herausgebildet hat. Die gemäss Erläuterungsbericht zulässigen „Anreize“ für Verkäufer auf der zweiten Linie, wie bspw. eine feste Kommission zur Deckung ihrer Kosten, ist praktisch nicht umsetzbar. Weder ist sie in den Handelssystemen abbildbar noch kann sie allgemein fix berechnet werden, da die Kosten (z.B. Zinsen) je nach Marktverhältnissen und Marktteilnehmern variieren.

Aus diesen Gründen schlagen wir die **Streichung von Art. 55a Bst. d, eventualiter seine Einschränkung auf die ordentliche Handelslinie** vor.

Sodann bedarf es in Art. 55a Abs. 1 einer **Präzisierung zum nichtöffentlichen Rückkauf**, enthält doch der Entwurf – wie im Blick auf Market Making und Arbitrage (s. vorstehend Abschn. I) – bislang keinerlei Regelung hierzu. Weil nur der öffentliche Rückkauf ausdrücklich geregelt ist, könnte aus der Nichterwähnung des nichtöffentlichen Rückkaufs der fragwürdige Schluss gezogen werden, dieser sei unzulässig („qualifiziertes Schweigen“), und die Nichtregulierung hätte dann eine Kriminalisierung zur Folge. Demgegenüber ist es für die Wirtschaft sehr wichtig, solche Rückkäufe tätigen zu können, etwa im Zusammenhang mit Aktieneinlieferungspflichten des Emittenten aus einem Mitarbeiterbeteiligungsprogramm.

Sollte Art. 55a Abs. 1 Bst. d wie vorgeschlagen in Kraft treten, hätte dies u.E. zur Folge, dass **Rückkaufprogramme grösstenteils verunmöglicht** würden – ausser Rückkaufprogrammen aus Kapitaleinlagerereserven, wobei es gerade für diese Fälle geeignetere Formen der Kapitalrückführung gibt. Ein solches „Verbot“ widerspräche Art. 659 OR, der vom Gesetzgeber jedoch beibehalten wurde und somit weiterhin massgeblich bleibt.

Die **Problematik bei Rückkäufen über eine separate Handelslinie** hat ihren Ursprung in der Bestimmung des schweizerischen Steuerrechts, wonach bei Rückkäufen zur Herabsetzung des Aktienkapitals jener Teil des Kaufpreises, der den Nennwert der Aktie übersteigt, für Privatanleger der Einkommenssteuer und der 35%-igen Verrechnungssteuer unterliegt. Deshalb sind Verkäufe über die separate Handelslinie in solchen Fällen für Privatanleger steuerlich unattraktiv. Bei Aktien im Geschäftsvermögen bleibt immer noch die administrativ aufwändige Rückforderung der Verrechnungssteuer mit lediglich quartalsweisen Rückzahlungen. Die als „Abhilfe“ vorgeschlagene Deckung

der Zusatzkosten durch eine feste Kommission erscheint nicht realisierbar, weil der einzige Geldfluss, den die Börsensysteme zwischen Verkäufer und Käufer zulassen, der Kaufpreis ist. Neben diesem eher technischen Gesichtspunkt kommt hinzu, dass sich der notwendige Aufschlag gegenüber der ersten Handelslinie durch die variierenden Zinskosten änderte. Diese nötige Flexibilität würde durch eine fixe Gebühr verunmöglicht. Auch der Vorwurf, dass Arbitrageure auf der zweiten Handelslinie risikolose Kursgewinne einstrichen, ist unhaltbar angesichts des Wettbewerbs zwischen den entsprechend tätigen, zumeist kleineren Banken.

Das Verbot von Art. 55a Abs. 1 Bst. e, eigene Beteiligungspapiere während eines Rückkaufprogramms zu verkaufen, geht u.E. zu weit. Ein Emittent kann sehr wohl **legitime Gründe für einen Verkauf** haben (z.B. Ablauf der aus steuerlichen Gründen relevanten Haltefrist von sechs Jahren, Market Making bei geringer Liquidität etc.). Solche Verkäufe sind geeignet, die Interessen des Marktes und der Aktionäre zu schützen. Entsprechend sollte diese Bestimmung entweder gestrichen, oder in dem Sinne ergänzt werden, dass Verkäufe aus steuerlichen Gründen, zwecks Market Making und weiteren legitimen Gründen der Emittenten und übrigen Marktteilnehmer davon ausgenommen sind. Diese Bestimmung könnte gegebenenfalls ergänzt werden durch eine periodische Publikationspflicht solcher Verkäufe.

Zudem wäre **ein solches Verbot im Rahmen von Rückkaufprogrammen neu und nicht umsetzbar**, wenn man bedenkt, dass Rückkaufprogramme jeweils über mehrere Jahre laufen. Aufgrund der steuerlichen Behandlung von Aktien, die auf der ordentlichen Linie zurückgekauft werden, ist der Emittent so gut wie gezwungen, diese innert sechs Jahren wieder zu veräussern, wenn er keine massiven Steuernachteile gewärtigen will. Solche Titel kann er aufgrund des Steuerrechts auch nicht im Rahmen eines Rückkaufs zur Kapitalherabsetzung verwenden.

Deshalb schlagen wir die **Streichung von Art. 55a Abs. 1 Bst. 3 und seine Ersetzung durch eine entsprechende Meldepflicht des Emittenten** vor. Eventualiter wäre dem Emittenten die Auflage zu machen, dass er die einzelnen Erwerbs- und Veräusserungsentscheide getrennten Stellen im Unternehmen zuweist.

Schliesslich wäre in jedem Fall klarzustellen, dass die **Veräusserung von Aktien im Rahmen bestehender oder neuer Mitarbeiterbeteiligungsprogramme möglich** ist. Gleiches hat im Blick auf bestehende oder neu zu begebende Wandelanleihen zu gelten. Schliesslich betreiben zumal kleinere Gesellschaften, deren Titel eine geringe Liquidität aufweisen, u.U. ein so genanntes Market Making, um eine minimale Liquidität zu gewährleisten. Auch das sollte – im Interesse des Marktes – möglich bleiben.

C. Art. 55b: Black-out-Perioden

Zwecks Klarstellung sollte Art. 55b Abs. 2 Bst. a Satz 2 wie folgt angepasst werden: „Die Parameter müssen vor der Veröffentlichung des Rückkaufangebots **oder** ausserhalb einer Frist gemäss Absatz 1 festgelegt worden sein.“

D. Art. 55d: Preisstabilisierung nach öffentlicher Platzierung

Die Beschränkung von Art. 55d auf öffentliche Platzierungen greift nach unserer Auffassung zu kurz. **Auch bei Privatplatzierungen** kann es gute Gründe für Stabilisierungsmassnahmen geben.

Deshalb schlagen wir vor, die **Ausdehnung der Regelung auf alle Platzierungen und die Streichung des Begriffs „öffentlich“** vor.

Auch erachten wir die Beschränkung, dass eine **Stabilisierung höchstens zum Emissionspreis** erfolgen kann (Art. 55d Bst. b), als nicht zwingend im Interesse der Anleger und eines geregelten Marktes liegend. In konkreten Situationen kann es durchaus sinnvoll sein, dass eine Stabilisierung bereits bei einem Marktpreis einsetzt, welche über dem Emissionspreis liegt. Die Tatsache, dass dabei der für die Stabilisierung zuständige Effektenhändler zumindest buchmässige Verluste eingeht, da es ja um die Eindeckung einer Short-Position geht, welche zu einem tieferen Emissionspreis verkauft wurde, stellt einen ausreichenden Schutz dar, damit solche Stabilisierungskäufe sehr zurückhaltend eingesetzt werden.

Sodann ist die **Fristberechnung gemäss Art. 55d Bst c für die Veröffentlichung der Dauer der zu Stabilisierungszwecken erfolgten Geschäfte nicht umsetzbar**. Die Dauer der Stabilisierungsmassnahmen kann nicht im Voraus bestimmt werden. Erst nach Beendigung der Stabilisierung zeigt sich, welcher Tag der letzte Tag der Stabilisierung war. Aus diesem Grund sollte die Bestimmung betreffend Veröffentlichung der Dauer der Stabilisierungsmassnahmen vor Aufnahme des Handels der zu stabilisierenden Effekten gestrichen werden.

Schliesslich sind **weitere Bemerkungen kritischer Natur zu Art. 55d Bst. d** festzuhalten. Einmal tätigt der Emittent selber i.d.R. keine Stabilisierungsgeschäfte. Diese tun jeweils die Syndikatsbanken auf eigene Rechnung über die Handelssysteme der Börse. Der Markt ist so jederzeit über das ordentliche Handelsreporting im Bild. Auch ist die Fristsetzung „am Tag der Vornahme des letzten stabilisierenden Effektingeschäfts“ nicht umsetzbar. Denn es liegt im Wesen der Stabilisierung, dass die Bank sich je nach Entwicklung bereithält, entsprechend tätig zu werden. Ob es nötig ist, kann nicht vorher und auch nicht am Tag selber festgelegt werden.

Davon abgesehen, liefe eine Veröffentlichung der Stabilisierungsgeschäfte während der entsprechenden Periode **dem damit angestrebten Zweck entgegen**. Sie dürfte nur einen noch stärkeren Druck auf den Titel bewirken. Gleiches gilt, in vermindertem Grad, bei späterer Veröffentlichung.

Deshalb schlagen wir die **Streichung von Art. 55d Bst. d** vor.

E. Art. 55e: Weitere zulässige Geschäfte

Art. 55e Bst. a sieht vor, dass die Umsetzung des eigenen Entschlusses, ein Geschäft zu tätigen, nicht unter die Tatbestände des Ausnützens einer Insiderinformation oder der Kursmanipulation fällt. Wir begrüssen diese Bestimmung, sind aber der Auffas-

sung, dass die **Ausnahme zu eng gefasst** ist und zu erheblicher Rechtsunsicherheit führen könnte, da der Wortlaut der Bestimmungen implizieren könnte, dass ein gemeinsamer Aktienkauf oder -verkauf mehrerer Investoren verboten sei.

Es gibt regelmässig Situationen, in denen eine **Mehrheit von Anlegern** Käufe oder Verkäufe tätigt und die involvierten Anleger davon wissen oder wissen müssen, dass andere Anleger ebenfalls entsprechende Geschäfte tätigen. BEHG und BEHV-FINMA sehen solche Konstellationen im Rahmen von börsengesetzlichen Gruppen zwecks Erwerb von Beteiligungspapieren ausdrücklich vor, weshalb davon auszugehen ist, dass solche Verhaltensweisen auch weiterhin zulässig sind. Selbst wenn keine Koordination im Sinn einer börsengesetzlichen Gruppe nach Art. 20 BEHG und damit keine gemeinsame Meldepflicht vorliegt, untersagt das Gesetz nicht, dass sich Anleger über Kaufs- oder Verkaufsabsichten unterhalten und gegebenenfalls im Wissen um Geschäfte anderer Anleger eigene Geschäfte tätigen. Deshalb regen wir an, in Art. 55e Bst. a die Zulässigkeit solcher Transaktionen klarzustellen.

F. Andere Ausnahmen, zulässige Geschäfte und Verhaltensweisen

Der Erläuterungsbericht zur Anhörung weist mit Blick auf Art. 14 StGB (gesetzlich erlaubte Handlung) darauf hin, dass die „in abschliessender Weise“ **aufgeführten Ausnahmen auch für die Straftatbestände von Art. 40 und 41 BEHG** (Insiderhandel und Kursmanipulation) gälten. Gleichzeitig steht dort jedoch, dass die im FINMA-RS 2008/38 (Marktverhaltensregeln) aufgeführten, dort als zulässig erklärten Geschäfte und Verhaltensweisen ohne weiteres zulässig blieben und daher nicht in der BEHV als Ausnahmen erwähnt werden müssten. Schliesslich werde die FINMA das erwähnte Rundschreiben anpassen.

Aufgrund der Einführung der aufsichtsrechtlichen Tatbestände wie auch der Ausweitung des Straftatbestands und dadurch der Bedeutung von Art. 14 StGB in der vorliegenden Konstellation erachten wir es als dringend geboten, die **Ausnahmen umfassend und genau in der Verordnung** festzulegen. Denn auf der einen Seite ist der Strafrichter nicht an FINMA-Rundschreiben gebunden, und andererseits bleiben alle Marktteilnehmer auf einen hohen Grad an Rechtssicherheit bei Effektengeschäften angewiesen.

Deshalb sollten die folgenden, **weiteren Ausnahmen und zulässigen Verhaltensweisen**, die im Wesentlichen der Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes vom 31. August 2011 und dem erwähnten FINMA-RS 2008/38 entnommen sind, auch in der BEHV festgehalten werden:

- Effektengeschäfte, die trotz Kenntnis von vertraulichen preissensitiven Informationen nachweisbar nicht aufgrund derselben und auch ohne diese durchgeführt worden wären.
- Weiterführung einer vorbestehenden Anlagestrategie, die unabhängig von vertraulichen preissensitiven Informationen festgelegt worden ist.
- Absicherungsgeschäfte, Eigenhandel und Market Making aufgrund von Informationen des Effektenhändlers aus seinen Positionen oder aus dem Orderbuch der Börsen.

- Effektengeschäfte zum Zweck der Preisstabilisierung oder Kurspflege (vorübergehendes Glätten von Preisausschlägen) während eines im Voraus bestimmten, verlängerbaren Zeitraums.
- Effektengeschäfte im Rahmen von Preisstellungen für die Nachfrage- und Angebotsseite („Market Making“).
- Nostro-Nostro Inhouse Crosses, wenn die gegenläufigen Geschäfte unabhängig voneinander und ohne Absprache im Börsensystem zusammengeführt werden.

Freundliche Grüsse
Schweizerische Bankiervereinigung



Renate Schwob

Christoph Winzeler

Herr Daniel Roth
Leiter Rechtsdienst EFD
Eidgenössisches Finanzdepartement EFD
Generalsekretariat
Bundesgasse 3
3003 Bern

SIX Exchange Regulation
SIX Swiss Exchange AG
Selnastrasse 30
Postfach 1758
CH-8021 Zürich

www.six-exchange-regulation.com

Zürich, 17. Dezember 2012

Stellungnahme im Rahmen der Anhörung zur Änderung der Börsenverordnung (Börsendelikte und Marktmissbrauch)

Sehr geehrter Herr Roth

Wir bedanken uns für die Einladung zur Stellungnahme betreffend Änderung der Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel (BEHV). SIX Swiss Exchange AG und SIX Exchange Regulation sind bezüglich der zugewiesenen Aufgabenbereiche aus regulatorischen Gründen klar getrennt. Die regulatorischen Aspekte der Vorlage werden von SIX Exchange Regulation behandelt. SIX Swiss Exchange hingegen wird sich in ihrer Stellungnahme zu den kommerziellen Fragen der vorgeschlagenen Änderungen äussern.

SIX Exchange Regulation erachtet eine Präzisierung der zum Teil im Gesetz nicht definierten Begriffe und weit formulierten Bestimmungen in den beiden Bereichen Offenlegung von Beteiligungen und zulässiges Marktverhalten als dringend notwendig und sieht über die nun in die Anhörung gebrachte Fassung der BEHV hinausgehenden, nachfolgend dargelegten Verbesserungsbedarf.

Zu den einzelnen Bestimmungen nehmen wir wie folgt Stellung:

1. Offenlegung von Beteiligungen und öffentliche Kaufangebote: Hauptkotierung (Kapitel 4a)

1.1. Definition Hauptkotierung (Art. 53b Abs. 1 BEHV)

SIX Exchange Regulation erachtet die Präzisierung des in Art. 20 Abs. 1 BEHG neu geschaffenen Begriffs der Hauptkotierung gemäss Art. 53b Abs. 1 BEHV als notwendig. Die Definition der Hauptkotierung scheint sich inhaltlich am Begriff der Primärkotierung des Kotierungsreglements von SIX Exchange Regulation zu orientieren und die vorgeschlagene Definition des Begriffs der Hauptkotierung erachten wir als gute Grundlage. Abzuwarten bleibt, wie sich die Konzepte in Bezug auf die verschiedenen Kotie-

rungsmöglichkeiten an Schweizer Börsen entwickeln. Es ist denkbar, dass sich eines Tages Anpassungsbedarf bei der Definition der Hauptkotierung ergibt.

1.2. Kennzeichnung durch die Börse (Art. 53b Abs. 2 BEHV)

In Art. 53b Abs. 2 BEHV ist vorgesehen, dass die Börse „transparent macht“, welche Beteiligungspapiere von Gesellschaften mit Sitz im Ausland in der Schweiz hauptkotiert sind. SIX Exchange Regulation lehnt diese Bestimmung ab. Der Umfang der bundesrechtlichen Offenlegungspflichten sollte unseres Erachtens nicht durch die Börse bestimmt werden – es handelt sich dabei um einen klaren Systembruch in der bisherigen Regulierung des Offenlegungsrechts.

Ob die Beteiligungspapiere einer Gesellschaft mit Sitz im Ausland in der Schweiz hauptkotiert sind, ist eine Rechtsfrage, die die meldepflichtige Person im Rahmen der Beurteilung ihrer Pflichten, und die im Durchsetzungsfall die zuständigen Bundesbehörden zu beantworten haben. Entsprechend regen wir an, die vorgeschlagene Bestimmung von Art. 53b Abs. 2 BEHV wegzulassen.

1.3. Veröffentlichung der Stimmrechte (Art. 53b Abs. 3 BEHV)

Mit Art. 53b Abs. 3 BEHV wird vorgesehen, dass Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Stimmrechte in der Schweiz hauptkotiert sind, die für die Berechnung der Stimmrechtsanteile nach Art. 20 Abs. 1 BEHG massgebliche Gesamtzahl der ausgegebenen Beteiligungspapiere und die damit verbundenen Stimmrechte veröffentlichen müssen. SIX Exchange Regulation unterstützt diesen Vorschlag.

Während das bisherige Offenlegungsrecht, dessen Anwendungsbereich an Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz anknüpfte und damit erlaubte, zur Ermittlung der Berechnungsbasis für den prozentualen Stimmrechtsanteil auf das über das Internet zugängliche schweizerische Handelsregister abzustellen, ist dies bei ausländischen Gesellschaften nicht sichergestellt. Es besteht damit die Gefahr, dass die neue Bestimmung weder für die meldepflichtigen Investoren, noch für die Offenlegungsstelle, noch für die Übernahmekommission oder die FINMA resp. das EFD praktikabel ist.

Wir regen in diesem Zusammenhang deshalb an, dass diese Gesellschaften die aktuellen Angaben zur Berechnungsbasis auf ihrer Internetseite zu veröffentlichen haben. Auch für die verpflichteten Gesellschaften dürfte das eine einfache Variante darstellen, die entsprechenden Informationen zur Verfügung zu stellen und diese aktuell zu halten – besteht doch für die primärkotierten ausländischen Gesellschaften heute schon die kotierungsrechtliche Pflicht zum Betrieb einer Webseite. Der Link auf die entsprechende Stelle der Internetseite der Gesellschaft sollte jeweils in der elektronischen Veröffentlichung der Offenlegungsmeldung angegeben werden. Dies würde es anderen Anlegern erleichtern, zu den meldungsrelevanten Informationen zu gelangen. Wir schlagen aus diesen Gründen vor, Art. 53b Abs. 3 BEHV wie folgt zu ergänzen:

Art. 53b Abs. 3 BEHV

(Anhörung)

Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere in der Schweiz hauptkotiert sind, haben die aktuelle Gesamtzahl der ausgegebenen Beteiligungspapiere und die damit verbundenen Stimmrechte zu veröffentlichen.

Art. 53b Abs. 3 BEHV

(SIX Exchange Regulation)

Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere in der Schweiz hauptkotiert sind, haben die aktuelle Gesamtzahl sämtlicher ausgegebener Beteiligungspapiere und die damit verbundenen Stimmrechte **an gut zugänglicher Stelle auf ihrer Website** zu veröffentlichen. **In den Veröffentlichungen der Offenlegungsmeldungen ist der Pfad jeweils anzugeben.**

2. Zulässiges Marktverhalten (Kapitel 5a) / Rückkauf eigener Beteiligungspapiere - Preisbestimmung zweite Handelslinie (Art. 55e BEHV)

Neu soll für Rückkäufe insbesondere der Kaufpreis nicht höher sein als der letzte unabhängig erzielte Abschlusspreis oder als der gegenwärtig beste unabhängige Angebotspreis, sofern dieser unter dem letzten unabhängig erzielten Abschlusspreis liegt (Art. 55a Abs. 1 Bst. d BEHV). Der Emittent darf damit auf der zweiten Handelslinie keinen höheren Preis mehr bieten als den Marktpreis. Im Erläuterungsbericht vom 15. November 2012 zur Änderung der Börsenverordnung (Erläuterungsbericht) wird entsprechend vorgeschlagen, der Emittent müsse künftig auf der zweiten Handelslinie andere Anreize schaffen als die Aussicht auf risikolose Kursgewinne (Arbitrage). Eine Möglichkeit sei beispielsweise eine feste Kommission, die der Emittent dem Verkäufer zur Deckung seiner Kosten wie Zinskosten für zeitlich verzögerte Verrechnungssteuer-Rückvergütung, Kapitalkosten, Bearbeitungskosten etc. entrichten (Erläuterungsbericht, S. 5). Diesbezüglich stellt sich uns die Frage, ob die mit dieser Änderung bezweckte Verbesserung der Transparenz und der Gleichbehandlung der Anleger (Erläuterungsbericht, S. 4) tatsächlich erreicht wird.

Die vorgeschlagene Entrichtung einer Kommission hat den Charakter einer Retrozession. Das ist unserer Ansicht nach unter dem Gesichtspunkt der Transparenz aber auch der Gleichbehandlung der Anleger problematisch. Es werden dabei neue Fragen aufgeworfen, die unbeantwortet bleiben: Sind solche Anreize offenzulegen? Dürfen sie je Anleger verschieden sein? Wie hoch dürfen diese ausfallen?

Aus regulatorischer Sicht ist die Transparenz und Gleichbehandlung über die Stellung des tatsächlichen Preises auf der zweiten Linie zu bevorzugen und vermag damit Marktmanipulationen besser entgegenzuwirken, als wenn auf der zweiten Linie zwar höchstens der Marktpreis geboten werden darf, dem

Anleger aber im Nachhinein über den offiziell bezahlten Preis im Rahmen von allenfalls intransparenten und nicht überwachbaren Anreizsystemen noch eine zusätzliche Entschädigung ausgerichtet wird. Aus diesen Gründen lehnen wir die neue Regel zur Preisbestimmung auf der zweiten Linie ab.

Sollte wider Erwarten daran festgehalten werden, wäre zu fordern, dass die in diesem Zusammenhang möglicherweise angebotenen Anreizsysteme der Emittenten gegenüber allen Anlegern offenzulegen sind.

Wir ersuchen das Eidgenössische Finanzdepartement höflich, unsere in dieser Stellungnahme aufgeführten Anliegen zu berücksichtigen.

Mit freundlichen Grüssen

SIX Swiss Exchange AG



Rodolfo Straub
Vorsitzender der Geschäftsleitung
SIX Exchange Regulation



Stefan Luchinger
Mitglied der Geschäftsleitung
SIX Exchange Regulation
Head Listing & Enforcement

Kopie: Dr. Christian A. Katz, Chief Executive Officer, SIX Swiss Exchange AG, Selnaustrasse 30,
8021 Zürich



Herr Daniel Roth
Leiter Rechtsdienst EFD
Generalsekretariat
Bundesgasse 3
3003 Bern

SIX Swiss Exchange AG
Selnastrasse 30
CH-8001 Zürich

Postanschrift:
Postfach 1758
CH-8021 Zürich

T +41 58 399 5454
F +41 58 499 5455
www.six-swiss-exchange.com

Zürich, 17. Dezember 2012

**Stellungnahme im Rahmen der Anhörung zur Änderung der
Börsenverordnung (Börsendelikte und Marktmissbrauch)**

Sehr geehrter Herr Roth

Wir bedanken uns für die Einladung zur Stellungnahme zur Änderung der Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel (BEHV). Zur Anhörung haben Sie SIX Swiss Exchange AG und SIX Exchange Regulation eingeladen. SIX Swiss Exchange AG äussert sich zu den wirtschaftlichen und praktischen Aspekten des Rückkaufs eigener Beteiligungspapiere. Die regulatorischen Themenbereiche der Hauptkotierung und des Zulässigen Marktverhaltens werden von SIX Exchange Regulation behandelt.

Rückkaufprogramme erachten wir als zentrales Mittel der Bewirtschaftung des Eigenkapitals der an der SIX Swiss Exchange AG kotierten Emittenten. Wir begrüssen somit die Stossrichtung der geplanten Änderungen. Im Einzelnen äussern wir uns wie folgt:

zu Art. 55a (neu) Rückkauf eigener Beteiligungspapiere

Die neuen Bestimmungen in **Abs. 1 lit. a** und **b** sowie **lit. e** und **f** entsprechen den heutigen Regelungen im RS 1 der UEK und geben zu keinen Bemerkungen Anlass.

Mit der Formulierung von **lit. d** wird von der heutigen Regelung abgewichen, indem künftig auch bei einem Rückkauf auf einer gesonderten Handelslinie (zweite Handelslinie) kein höherer Preis mehr zulässig ist. Rz 32 des RS 1 der UEK erlaubt bis dato einen bis zu 5 % höheren Preis auf einer separaten Handelslinie. Im Erläuterungsbericht zur Änderung der BEHV vom 15. November 2012 wird als Begründung zu dieser neuen Regelung die Erhöhung der Transparenz aufgeführt. Es wird aber erkannt, dass für die Andienung ein Anreiz geschaffen werden muss, weshalb die Zahlung einer Kommission durch die Emittenten als möglicher Lösungsansatz vorgeschlagen wird.

Wir bezweifeln, dass mit dieser Lösung das angestrebte Ziel erreicht wird, und sprechen uns für eine Beibehaltung der bisherigen Lösung, nämlich eines zulässigen Preisaufschlags bis zu 5 % auf der zweiten Handelslinie, aus.

Es ist unbestritten, dass die zweite Handelslinie für solche Rückkäufe wegen der Verrechnungssteuer, die bei dieser Transaktionsart anfällt, benötigt wird. Einerseits wird mit der getrennten Preisermittlung der steuerlich relevante Preis direkt festgehalten, andererseits können die beteiligten Banken dank der Trennung vom „normalen“ Handel in den betroffenen Titeln die notwendige spezielle Abrechnung solcher Transaktionen direkt instruieren. Es ist ebenfalls offensichtlich, dass wegen dieser steuerlichen Behandlung und den daraus resultierenden Zins-, Bearbeitungs- und weiteren Kosten ein Anreiz für den Investor zur Andienung geschaffen werden muss. Mit der heutigen Möglichkeit der speziellen Preisbildung auf der zweiten Linie kann dies transparent und direkt erfolgen. Der Investor kann jederzeit sehen, wie viel die Emittenten für Rückkäufe bereit sind, zu bezahlen. Mit dem höheren Preis auf der zweiten Linie wird dem verkaufenden Aktionär die Entschädigung auch direkt und ohne administrativen Aufwand zugeführt.

Mit der vorgesehenen Lösung entfällt diese Transparenz. Die beispielhaft erwähnte Möglichkeit einer Kommission hat im Übrigen den Beigeschmack eines „Kick-back“ – eine Lösung, die bekanntlich in jüngster Zeit in anderen Bereichen des Wertschriftengeschäftes massiv kritisiert und eliminiert wurde. Neben dem bereits resultierenden Aufwand aus der Verrechnungssteuerabwicklung würde zudem noch ein zusätzlicher Aufwand aus der Abwicklung dieser Kommission entstehen, was die bereits jetzt schon aufwändige Transaktionsart nochmals verteuern würde.

Wir sind der Auffassung, dass die Beibehaltung der heutigen Regelung gegenüber dem Vorschlag mehr Transparenz über das Verhalten des rückkaufenden Emittenten bietet. In der Praxis muss davon ausgegangen werden, dass die Regelung gemäss lit. d (neu) zu einem massiven Rückgang, gegebenenfalls bis hin zum Wegfall der Rückkaufprogramme auf der zweiten Linie führen könnte.

Sollte die neue Regelung dennoch beibehalten werden, sind die rückkaufenden Emittenten zu verpflichten, die Modalitäten allfälliger Zahlungen mit Ankündigung des Programmes offenzulegen. Dies könnte beispielsweise im Rückkaufinserat mittels Konkretisierung von Art. 55c (neu) lit. e betreffend Angaben zum Rückkaufpreis erfolgen.

lit. c (neu) beschränkt die Rückkäufe pro Tag auf maximal 25% des durchschnittlichen Tagesvolumens der letzten dreissig Tage vor Ankündigung des Rückkaufprogramms. Rz 29 des RS 1 der UEK hat diese Einschränkung bisher auf das Volumen des Handelstages bzw. des Vortages bezogen.

Mit der neuen Regelung wird zu Beginn eines Rückkaufs das für den täglichen Rückkauf maximale Volumen festgelegt. Dies gilt dann für die ganze Periode des Rückkaufs, somit für bis zu drei Jahre. Erfolgt die Ankündigung in einer volumenstarken Phase, resultiert eine hohe Tageslimite, die dann auch

in volumenschwachen Phasen zur Anwendung kommt, und umgekehrt. Damit wird das angestrebte Ziel, dass die Aktivität auf der zweiten Linie eine gewisse Relation zum laufenden Handel haben soll, nicht erreicht. Die heutige Lösung ist zeitnaher und sollte beibehalten werden.

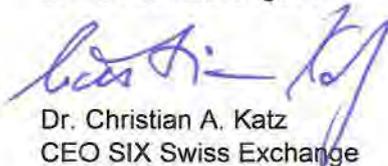
Zusammenfassend begrüßen wir die vorgeschlagene Ausgestaltung der Rückkaufprogramme, mit zwei Ausnahmen:

- Die **Zulässigkeit eines bis zu 5% höheren Preises auf der zweiten Handelslinie** ist aus **Transparenzüberlegungen** der in **Art. 55a Abs. 1 lit. d** vorgeschlagenen Lösung vorzuziehen.
- Die bisherige Regelung von Rz 29 des RS 1 der UEK ist dem Vorschlag in **Art. 55a Abs. 1 lit. c** vorzuziehen, da das **maximale Volumen zum aktuellen Marktvolumen** in Relation gesetzt wird.

Wir ersuchen Sie, unsere Anliegen aufzunehmen. Für allfällige Fragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

SIX Swiss Exchange AG



Dr. Christian A. Katz
CEO SIX Swiss Exchange



Chris Landis
Head Operations

Kopie: SIX Exchange Regulation, Selnaustrasse 30, 8021 Zürich

17. Dezember 2012

Eidg. Finanzdepartement
Rechtsdienst
Bundesgasse 3
Bernerhof
3003 Bern

Ausschliesslich per Email an: regulierung@gs-efd-admin.ch

Änderung der BEHV (Börsendelikte und Marktmissbrauch) – Anhörung

Sehr geehrte Damen und Herren

Sie haben am 15. November 2012 die interessierten Kreise eingeladen, zum Revisionsentwurf zu den Änderungen der BEHV (Börsendelikte und Marktmissbrauch) Stellung zu nehmen. Gerne nehmen wir diese Gelegenheit zur Anhörung wahr und äussern uns zu den Änderungsvorschlägen.

Vorbemerkungen

SwissHoldings umfasst 57 grosse schweizerische Industrie- und Dienstleistungskonzerne. Die börsenkotierten Mitglieder unserer Vereinigung repräsentieren mehr als zwei Drittel der gesamten Börsenkapitalisierung aller an der SIX Swiss Exchange kotierten Publikumsgesellschaften.

Wie wir bereits im Rahmen der parlamentarischen Behandlung der Börsengesetzrevision (Börsendelikte und Marktmissbrauch) immer wieder betont haben, unterstützt SwissHoldings griffige Regeln gegen Fehlverhalten am Markt. Wo sinnvoll und zweckmässig, sollen sich diese grundsätzlich an internationalen Benchmarks ausrichten. Wenn aber – im Rahmen der Zielsetzung eines korrekt funktionierenden Kapitalmarkts, in den die Marktteilnehmer Vertrauen haben – Regulierungsspielraum besteht, muss dieser im Sinne der liberalen rechtspolitischen Tradition unseres Landes genutzt werden. Unnötig weitgehende und unverhältnismässige Regulierungen gilt es zu vermeiden. Diese Haltung legen wir auch unserer Beurteilung der vorgeschlagenen Änderungen zur BEHV zugrunde.

Die neuen aufsichtsrechtlichen Verbotsbestimmungen des revidierten Börsengesetzes (Art. 33e neu und Art. 33f neu BEHG) sind sehr offen formuliert. Das Börsengesetz sieht daher zu Recht vor, dass diese auf Verordnungsstufe konkretisiert und „Safe Harbours“ geschaffen werden.

In unserer Stellungnahme werden wir uns zum einen zum Vorschlag der „Safe Harbours“ beim Rückkauf von Beteiligungspapieren und anderen Effektingeschäften, zur Ausgestaltung der sog. „Black-out Perioden“ und zur Ausgestaltung der Regelung zur Preisstabilisierung äussern. Schliesslich möchten wir auch auf die Frage eingehen, wie sich die aufsichtsrechtlichen Safe

Harbours auf die strafrechtliche Regelung von „Ausnützen von Insiderinformationen“ und „Kursmanipulation“ auswirken.

A) Rückkauf eigener Beteiligungspapiere und andere Effektingeschäfte – Safe Harbour Regelung

Der Erläuterungsbericht zur Änderung der BEHV hält zu Recht fest, dass der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere in aller Regel wirtschaftlich gerechtfertigt ist und verschiedenen legitimen Zwecken dient. Genannt werden Aktienrückkäufe zum Abbau von Überschussliquidität oder zur Optimierung der Kapitalstruktur sowie zur Erfüllung von Wandelverpflichtungen. Zusätzlich genannt werden könnten auch: Verpflichtungen aus Mitarbeiterprogrammen und das Risikomanagement (bei steigendem Gegenparteienrisiko kann eine Investition in eigene Aktien ein Mittel sein, das entsprechende Risiko zu mindern).

Der Entwurf zur Änderung der BEHV sieht vor, dass ein Safe Harbour für Rückkäufe von eigenen Aktien nur dann besteht, wenn diese im Rahmen eines Rückkaufprogramms unter den dazu festgelegten Bedingungen (Art. 55a Abs. 1 Bst a - g und Abs. 2, Art. 55b Abs. 1 E-BEHV) erfolgen. Ausserhalb eines Rückkaufprogramms kann eine Emittentin „verdeckte“ Rückkäufe tätigen (vgl. dazu Erläuterungsbericht S. 4), wenn diese nicht gegen das Verbot der Marktmanipulation und des Insiderhandels verstossen (in diesem Fall besteht damit aber kein Safe Harbour).

Aus Sicht von SwissHoldings ist die vorgeschlagene Regelung zu restriktiv. Sie berücksichtigt nicht, dass andere Jurisdiktionen eine bedeutend weiter gehende Safe Harbour-Regelung vorsehen. In den USA lässt die SEC Rule 10b-18 unter gewissen Bedingungen Rückkäufe ausserhalb von Rückkaufprogrammen zu. In der EU führt ein Kompromissvorschlag des Rates der Europäischen Union unter der Marktmissbrauchsregulierung erneut sog. „Accepted Market Practices“ ein, demzufolge die EU-Mitgliedstaaten zusätzliche „Safe Harbours“ festlegen können. Der dem Entwurf der Börsenverordnung zugrunde gelegte „EU-Benchmark“ wird mit den Accepted Market Practices daher ausgeweitet werden.

Auch das UEK-RS 1 lässt Rückkäufe von eigenen Aktien ausserhalb eines Rückkaufprogramms zu, wenn diese alle fünf Tage gemeldet werden. Dies ermöglicht, dass speziellen Situationen Rechnung getragen werden kann. Solche können u.a. im Zusammenhang mit Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen bestehen.

Wir beantragen daher, die vorgeschlagene Regelung so zu ergänzen, dass für Rückkäufe von eigenen Aktien auch ausserhalb von Rückkaufprogrammen Safe Harbours geschaffen werden und betr. der Regelung für Rückkaufprogramme den Bestimmungen des UEK-RS 1 zu folgen.

Position von SwissHoldings:

Safe Harbour ausserhalb von Rückkaufprogrammen

- Wie unter dem UEK-RS 1 und in anderen Jurisdiktionen muss auch unter der revidierten BEHV sichergestellt sein, dass Rückkäufe von eigenen Aktien ausserhalb von Rückkaufprogrammen unbedenklich möglich sind. Ein Safe Harbour muss im Übrigen auch andere Effektingeschäfte und nicht nur den Rückkauf von Aktien abdecken. Praktische Fälle können sein: Der Rückkauf einer Anleihe, einer Wandelanleihe oder eines Warrants durch die Emittentin. Ferner kann es im Rahmen von Aktionärsbindungsverträgen zur Situation kommen, dass Vorkaufsrechte während einer Black-out Periode zu verfallen drohen. Hier ist es nötig, dass die Mitglieder des Aktionärsbindungsvertrags die Möglichkeit behalten, die Aktionärsrechte weiter-

hin im Rahmen des Pools ausüben zu können. Wir schlagen diesbezüglich zusätzliche Safe Harbours vor.

Wir beantragen daher folgenden neuen Titel zu Art. 55a und einen neuen Art. 55a Abs. 2:

Neuer Titel zu Art. 55a:

Rückkauf eigener Beteiligungspapiere und andere Effektengeschäfte

Art. 55a Abs. 2:

Der Rückkauf eigener Beteiligungen ausserhalb eines öffentlichen Kaufangebots (Rückkaufprogramm) und andere Effektengeschäfte der Emittentin fallen nicht unter Artikel 33e Absatz 1 und 33f Absatz 1 des Gesetzes,

- a. wenn die Kaufentscheide durch einen beauftragten Effektenhändler getroffen werden und dieser seinen Entscheid ohne Beeinflussung durch die Emittentin innerhalb der ihm vorgegebenen Parameter trifft. Sofern die Parameter nicht ausserhalb einer Frist gemäss Art. 55b Abs. 1 festgelegt oder angepasst werden, dürfen Handelsgeschäfte erst nach einer Wartefrist von [...] Tagen vorgenommen werden;*
- b. bei einem Rückkauf eigener Beteiligungspapiere von Mitarbeitern im Rahmen eines Mitarbeiterbeteiligungsprogramms. Die Black-out Perioden von Art. 55b finden auf diese Rückkäufe keine Anwendung.*

Art. 55a Abs. 3

Die Ausübung von Vorkaufsrechten innerhalb einer vertraglich organisierten Aktionärsgruppe fallen nicht unter Art. 33e Abs. 1 und 33f Abs. 1 des Gesetzes. Die Black-out Perioden von Art. 55b finden auf diese Rückkäufe keine Anwendung.

Art. 55a Abs. 4

Die Übernahmekommission...

Bestimmungen betr. Rückkaufprogrammen

- Zu Art. 55a Abs. 1 Bst. b:
Der vorgeschlagene Wortlaut weicht unbegründeterweise von UEK-RS 1 RZ 8/9 ab und führt damit zu Unsicherheiten in der Interpretation. Wir beantragen daher, bei der Formulierung des UEK-RS 1 zu bleiben und schlagen folgende Änderung vor:

„das Volumen des Rückkaufprogramms nicht mehr als 10% des Kapitals und der Stimmrechte und nicht mehr als 20% des frei handelbaren Anteils der Aktien beträgt“
 - Zu Art. 55a Abs. 1 Bst. c:
Diese Bestimmung ist bezüglich Volumenbeschränkung unbegründeterweise restriktiver formuliert als die entsprechende Bestimmung (Ziff. 29) im UEK-RS1. SwissHoldings beantragt, hier die Regelung des UEK-RS 1 beizubehalten und schlägt folgende Änderung vor:

„der Umfang der Rückkäufe auf der ordentlichen Handelslinie pro Tag 25% des gesamten auf dieser Linie gehandelten Volumens an diesem oder dem vorangegangenen Börsentag nicht übersteigt;“
 - Zu Art. 55a Abs. 1 Bst. d:
Das Verbot auch auf der 2. Handelslinie einen höheren Marktpreis zu bezahlen ist abzulehnen, weil es den Realitäten des Marktes widerspricht. Wer auf der 2. Handelslinie Aktien an-
-

bietet, hat im Vergleich zum Handel auf der 1. Handelslinie ökonomische Nachteile, die durch einen höheren Preis ausgeglichen werden müssen, u.a.:

- a. Es besteht ein administrativer Aufwand zur Rückforderung der Verrechnungssteuer;
- b. Es erfolgt ein Liquiditätsverlust in der Zeit zwischen der Abwicklung der Börsentransaktion und der Rückzahlung (oder Anrechnung) der Verrechnungssteuer. Der Liquiditätsverlust hat einen entsprechenden Verlust an Zinseinnahmen oder Zinsausgaben (falls die Verrechnungssteuer über einen Kredit zwischenfinanziert wird) zur Folge. Zusätzlich kann die Wiederanlage des aus dem Verkauf erzielten Erlöses beeinträchtigt werden, da diese mangels Liquidität ev. erst später erfolgen kann.

Die Unterschiede der geltenden Regelung zum EU-Recht sind bedingt durch das Schweizer Steuerrecht (Verrechnungssteuer). Die BEHV muss diesen Unterschieden unbedingt ebenfalls Rechnung tragen. Wir beantragen daher auch hier, weiterhin dem UEK-RS 1 zu folgen. Die vom Entwurf vorgeschlagene Alternative, auf der 2. Handelslinie statt einer Prämie eine Kommission zu bezahlen, wäre mit den Zielsetzungen der Revision nicht zu vereinbaren. Der heute praktizierte Weg über die Bezahlung einer Prämie ist für die Marktteilnehmer völlig transparent. Bei der Bezahlung einer Kommission wäre dies nicht der Fall. Die Lösung mit einer Kommission würde es zudem – sachlich nicht gerechtfertigt - ermöglichen, dass verschiedene Anbieter unterschiedlich behandelt werden könnten.

Wir beantragen daher, entweder Bst. b ersatzlos zu streichen oder die Anwendbarkeit der Bestimmung auf die ordentliche Handelslinie zu beschränken.

- Zu Art. 55a Abs. 1 Bst. e:
Die Regelung, dass nicht mehr unter den Safe Harbour fällt, wer während eines Rückkaufprogramms Beteiligungspapiere verkauft, ist zu rigide. Es gibt verschiedene mögliche und legitime Gründe, warum solche Verkäufe auch während eines laufenden Rückkaufprogramms vorkommen, u.a.:
 - a. Ausgabe oder Lieferung von Aktien unter Mitarbeiteroptionsprogrammen
 - b. Verkauf eines Aktienbestandes aus steuerlichen Gründen, weil dessen Maximalhaltedauer wegen der Praxis zur Teilliquidation kurz vor dem Ablauf steht.

Wir beantragen daher folgende Änderung der vorgeschlagenen Bestimmung:

„Verkäufe eigener Beteiligungspapiere während eines aktiven Rückkaufprogramms und fünf Börsentage bevor ein Rückkaufprogramm wieder aktiviert wird, an keinem Börsentag 5% des durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen innert der letzten vier Wochen übersteigen; die Zuteilung oder Lieferung von Beteiligungspapieren im Zusammenhang mit Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen ist von dieser Bestimmung ausgenommen;“

B) Black-out Perioden

Gemäss Art. 55b Abs. 2a des unterbreiteten Entwurfs können eigene Aktien während einer Black-out Periode zum Marktpreis zurückgekauft werden, wenn die Parameter des Rückkaufprogramms ausserhalb einer Black-out Periode festgelegt wurden. Grosse Unternehmen – in gewissen Sektoren besonders ausgeprägt – haben laufend Projekte, die unter einen Bekanntgabeaufschub fallen. Solchen Unternehmen wäre es unter der vorgeschlagenen Regelung verunmöglich, ein Rückkaufprogramm aufzusetzen. Wir beantragen im Übrigen Präzisierungen zu verschiedenen Bestimmungen.

Position von SwissHoldings:

- Zu Art. 55 Abs. 2 Bst. a:

In dieser Bestimmung muss sichergestellt werden, dass die Aufsetzung eines Rückkaufsprogramms – mit den nötigen Kautelen – auch während einer Black-out Periode möglich ist. Wir beantragen, den vorgeschlagenen Wortlaut wie folgt zu ändern:

„einen beauftragten Effekthändler, sofern dieser seinen Entscheid ohne Beeinflussung durch die Emittentin innerhalb der ihm vorgegebenen Parameter trifft. Sofern die Parameter nicht ausserhalb einer Frist gemäss Art. 55b Abs. 1 festgelegt oder angepasst werden, dürfen Handelsgeschäfte erst nach einer Wartefrist von [...] Tagen vorgenommen werden.“

- Zu Art. 55b Abs. 1Bst. b:

Hier beantragen wir eine allgemeinere Formulierung, die der Ad hoc-Regelung der SIX Swiss Exchange entspricht:

„während zehn Börsentagen vor der öffentlichen Bekanntgabe der Finanzergebnisse“

- Zu Art. 55b Abs. 1Bst. c:

Wir beantragen, dass in den öffentlich zugänglichen Materialien klar gestellt wird, dass Halb- und Vierteljahresabschlüsse, die nicht revidiert sind, als „Abschluss“ qualifizieren.

C) Preisstabilisierung / Kurspflege

Der Entwurf zur Änderung der BEHV sieht vor, dass Effektengeschäfte, die den Kurs einer Effekte stabilisieren, nur innert 30 Tagen nach der öffentlichen Platzierung (erstmalige Platzierung und Platzierung infolge einer Kapitalerhöhung) der entsprechenden Effekte vorgenommen werden dürfen. Im Erläuterungsbericht wird zudem festgehalten, dass Kurspflege im Sinne des Bereitstellens eines Marktes, dadurch dass ein Emittent oder ein beauftragter Dritter für Liquidität im Handel eines Titels sorgt, von der Marktmanipulation nicht erfasst wird.

Position von SwissHoldings:

- SwissHoldings beantragt, dass die im Erläuterungsbericht enthaltene Präzisierung, dass das Bereitstellen von Liquidität, das nicht bezweckt, den Kurs des Titels gegen den Markttrend zu bewegen, ausdrücklich als Safe Harbour in die BEHV aufzunehmen ist.

Wir schlagen folgenden neuen Art. 55d Bst. e vor:

„für Liquidität im Handel eines Titels gesorgt wird, um ungerechtfertigten Preisausschlägen entgegenzuwirken (Market Making)“

- Zu Art. 55d Bst. d:

Wir beantragen, dass aus den öffentlich zugänglichen Materialien klar hervorgeht, dass die Börse die Meldungen nicht veröffentlicht.

D) Auswirkungen der Safe Harbours auf die strafrechtliche Regelung

Im Erläuterungsbericht wird die Meinung vertreten, dass in Anwendung von Art. 14 StGB (Rechtmässige Handlungen und Schuld. Gesetzlich erlaubte Handlung) die für das Aufsichtsrecht festgelegte Safe Harbour-Regelung auch auf das Strafrecht Anwendung finde. Aus Rechtssicherheitsgründen ist unbedingt sicherzustellen, dass diese Auffassung aus öffentlich verfügbaren Materialien klar ersichtlich ist.

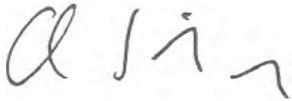
Position von SwissHoldings:

- Es ist sicherzustellen, dass aus öffentlich zugänglichen Materialien klar, die im Erläuterungsbericht zu Recht vertretene Auffassung hervorgeht, dass die für das Aufsichtsrecht stipulierte Safe Harbour-Regelung auch auf die strafrechtliche Regelung anwendbar ist.

Wir danken Ihnen für die Möglichkeit zur Stellungnahme und für die Berücksichtigung unserer Anliegen. Für allfällige Erläuterungen unserer Ausführungen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen

SwissHoldings
Geschäftsstelle



Christian Stiefel
Vorsitzender der Geschäftsleitung



Jacques Beglinger
Mitglied der Geschäftsleitung

cc SH-Vorstand

Eidgenössisches Finanzdepartement
Rechtsdienst
Bundesgasse 3
Bernertshof
3003 Bern
per Email an regulierung@gs-efd.admin.ch

5. Dezember 2012

Stellungnahme zur Vernehmlassung betreffend Änderung der Börsenverordnung

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir bedanken uns für die Möglichkeit zur Stellungnahme zur Teilrevision der Börsenverordnung. Diese Stellungnahme wurde intern mit anderen involvierten Stellen abgestimmt.

Art 53b (neu)

Wir stimmen den Ausführungen in den Vernehmlassungsunterlagen zu – insbesondere ist der Hinweis auf die praktische Umsetzbarkeit von grösster Wichtigkeit. Im Hinblick auf die Alltagstauglichkeit, wäre es wünschenswert, wenn sämtliche relevanten Grunddaten an einer Stelle bezogen werden könnten. Dies bei Bedarf auch mittels elektronischem Datenfeed, welcher eine Automatisierung der Überwachung der Meldeschwellen erlauben würde. Dies ist insbesondere für Banken von entscheidender Bedeutung, welche in einer Vielzahl von Titeln Positionen unterhalten, welche es zu überwachen gilt. Hierzu wäre dann auch die entsprechende Verpflichtung für Emittenten zu schaffen, solche Daten an eine solche zentrale Stelle zu liefern. Wir verweisen in diesem Zusammenhang auf rule 5.6 der Disclosure and Transparency Rules der UK FSA.

Aus diesem Bedürfnis der Banken ergibt sich dann auch das Erfordernis, dass der Nutzer dieser Daten auf die Richtigkeit dieser Daten vertrauen darf. Zu diesem Zweck müssen die so veröffentlichten Daten als massgeblich für die Berechnung der verschiedenen Grenzwerte im Rahmen der Offenlegungspflicht gelten, selbst wenn eine Diskrepanz zum im Handelsregister eingetragenen Aktienkapital besteht. Dies ist umso wichtiger durch die Erweiterung der Offenlegungspflicht auf ausländische Unternehmen, wo ein Handelsregistereintrag nicht zwingend vorliegt.

Allgemeine Bemerkung zum Kapitel 5a

In den vorgeschlagenen Titeln werden ein paar wenige Marktverhaltensweisen als zulässig erklärt. Dies führt zwingend dazu, dass hinsichtlich verschiedener Marktverhaltensweisen, welche zum Teil vielleicht sogar im Interesse eines funktionierenden Marktes sind, zum Teil Unsicherheit besteht, ob diese zulässig sind. Wir schlagen deshalb dringend vor, dass klar gestellt wird, dass diese Aufzählungen unter keinen Umständen als abschliessend zu betrachten sind. Zusätzlich ist in Anlehnung zu entsprechenden

Regelungen im europäischen Ausland zu prüfen, wie die Behörden auf schnelle und flexible Weise reagieren können um gewisse Marktverhaltensweisen als akzeptiert zu erklären und dadurch die Weiterentwicklung des Marktes zeitnah zu erlauben bzw. bezüglich bestehender Marktverhaltensweisen, welche im ersten Anlauf regulatorisch nicht erfasst werden, Klarheit zu schaffen.¹

Im nun vorgeschlagenen Katalog des zulässigen Marktverhaltens fehlen zum Beispiel das Market Making oder auch die Arbitrage.

Die Banken erbringen Market Making Dienstleistungen betreffend etliche, vor allem kleinere Emittenten. Der Wert dieser Dienstleistung ist logischerweise davon abhängig, dass sie laufend erbracht wird und den Investoren ständig die Möglichkeit offen steht, Aktien zu kaufen oder zu verkaufen. Gleichzeitig erbringen die Banken Beratungsleistungen an Emittenten, entscheiden über Kredite an solche Unternehmen und übernehmen Risiken im Bereich Underwriting. In diesem Zusammenhang werden den Banken Informationen zur Verfügung gestellt, welche nicht öffentlich sind. Die Banken stellen über die Verwendung von Informationsbarrieren sicher, dass die vertraulichen Informationen den Handelsabteilungen nicht bekannt sind. Der Erläuterungsbericht zur Änderung der Börsenverordnung müsste nun wohl so interpretiert werden, dass die Banken eine der beiden Dienstleistungen nicht mehr erbringen dürfen, was völlig unverhältnismässig wäre und so im Parlament auch nie diskutiert worden ist. Die Aussage, wonach das neue Kapitel 5a „in abschliessender Weise Ausnahmen von den aufsichtsrechtlichen Verboten des Insiderhandels und der Marktmanipulation“ umschreibe darf jedenfalls nicht so ausgelegt werden, dass der Grundsatz nulla poena sine lege aufgegeben werden soll, auch wenn es hier formell um Aufsichtsrecht und nicht Strafrecht geht. Die im Strafrecht entwickelten Prinzipien des Vorsatzes sind unbedingt auch auf das aufsichtsrechtliche Verfahren zu übertragen. Mit anderen Worten: wenn eine Abteilung einer Bank ohne Insiderwissen Transaktionen tätigt, darf nicht über das Prinzip der Wissenszurechnung auf ein aufsichtsrechtlich verpöntes Handeln der Unternehmung als Ganzes geschlossen werden.

Vorbemerkung zu Art. 55a und 55b:

Das Rundschreiben Nr. 1 der Übernahmekommission (UEK-RS1) hat sich im Markt etabliert und die darin enthaltenen Bestimmungen und geregelten Prozesse haben sich in der Praxis bewährt. Das FINMA RS 2008/08 regelt in Rz 21 und 33, dass Rückkäufe gemäss RS-1 zulässige Effektengeschäfte und Verhaltensweisen darstellen. Missbrauchsfälle sind keine bekannt. Durch die Meldepflichten im Rahmen von Rückkaufprogrammen ist auch die Transparenz gegenüber dem Markt gewährleistet. Daher stellt sich für uns die grundsätzliche Frage, weshalb die vorgeschlagene Änderung (sowohl formeller als auch materieller Natur) zu erfolgen hat. Mit der Aufnahme von Bestimmungen betreffend öffentliche Aktienrückkäufe in die BEHV im Hinblick auf Insider- und Marktmanipulationstatbestände erfolgt quasi eine indirekte Regelung der öffentlichen Aktienrückkäufe selbst, welche von der bestehenden Regulierung zum Teil massiv abweicht.

Die generelle Freistellung von öffentlichen Rückkäufen im Umfang von weniger als 2% wird bedauerlicherweise in keiner Weise reflektiert.

Art. 55a

Die in Art. 55a (neu) aufgezählten Parameter entsprechen weitestgehend denen im heute geltenden Rundschreiben Nr. 1 der Übernahmekommission bezüglich Rückkaufprogramme. Es besteht aber ein wesentlicher Unterschied: Die Aufzählung sieht im Gegensatz zu dem Rundschreiben keine Möglichkeit vor, von all diesen Parametern abzuweichen, wenn es die Umstände gebieten. Diese Freiheit hat die

¹ Siehe beispielsweise section 118(5) des UK Financial Services and Markets Acts sowie Annex II des Code of Market Conduct der UK FSA: <http://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/MAR/1/Annex2>

Übernahmekommission, wobei man dann statt im vereinfachten Meldeverfahren auf den normalen Weg einer Verfügung verwiesen wird.

Der jetzige Entwurf sollte aus diesem Grunde durch die Bestimmung ergänzt werden, dass jegliche Rückkaufprogramme nicht unter Art. 33e oder Art. 33f des Gesetzes fallen, wenn sie durch die Übernahmekommission mittels Verfügung genehmigt worden sind. Ansonsten könnten sich die Rechtsunterworfenen nicht mehr auf die Verfügungen der Übernahmekommission verlassen.

Eine solche Flexibilität ist zwingend notwendig, zeigt es sich doch in der Praxis immer wieder, dass aufgrund wirtschaftlicher Notwendigkeiten Abweichungen angezeigt sind (so ist es nicht ersichtlich, warum ein Rückkauf mittels Put-Option einen Insidertatbestand oder eine Marktmanipulation darstellen soll, nur weil die Laufzeit 4 Jahre statt 3 Jahre beträgt. Gleiches gilt zum Beispiel im Hinblick auf den Umfang des Rückkaufprogrammes, welche des öfters grösseren Umfang haben als den nun stipulierten).

Nicht-öffentliche Rückkäufe (Art. 55a Abs. 1)

Wie auch das oben erwähnte Market Making oder die Arbitrage, enthält der Verordnungsentwurf keine Regelung bezüglich nicht-öffentliche Rückkäufe von eigenen Aktien. Da öffentliche Rückkäufe von Aktien aber explizit geregelt sind, wiegt die Nicht-Regelung umso schwerer. Es kann nicht sein, dass solche Rückkäufe per se durch die Nicht-Regelung kriminalisiert werden, denn es ist für die Wirtschaft von eklatanter Wichtigkeit, solche Rückkäufe tätigen zu können. Die Gründe werden mannigfaltig sein. Einer der häufigsten Gründe für solche Käufe wird der Erwerb von Aktien im Zusammenhang mit dem Hedging der Aktienlieferungspflichten des Emittenten aus einem Mitarbeiterbeteiligungsprogramm sein. Warum diese verpönt sein sollen, ist nicht ersichtlich.

Art. 55a lit c)

Im Rahmen dieser Ziffer sollte klar gestellt werden, dass sich diese Volumenlimitierung nur auf Rückkäufe bezieht, welche über eine Handelslinie stattfinden. Klarerweise davon ausgenommen werden müssen Rückkäufe via Put-Option (bei welchen die Handänderung meist konzentriert gegen Ende der Laufzeit der Option stattfindet und auch der Emittent keinerlei Einfluss auf die pro Tag mittels Ausübungen angedienten Aktien hat) und auch Bloc-Trades, welche ausserhalb des Börsenhandels stattfinden.

Es bleibt anzumerken, dass die Referenz von 25% des während 30 Tagen vor der Veröffentlichung des Rückkaufprogrammes durchschnittlich börslich gehandelten Tagesvolumens zu starken Verzerrungen führen kann. Dies insbesondere bei einem mehrjährigen Rückkaufprogramm, bei welchen sich die gehandelten Volumen über die Zeit massiv verändern können. Es ist stattdessen auf eine rollende 30 Tage Frist abzustellen, die die letzten 30 Tage vor dem einzelnen Rückkauf betrachtet.

Art. 55a lit d)

Sollte diese Bestimmung in dieser Form in Kraft treten, hätte dies zur Folge dass Rückkaufprogramme zum grössten Teil verunmöglicht werden – einzig Rückkaufprogramme aus Kapitaleinlagereserve wären noch möglich, wobei für solche Fälle es effizientere Möglichkeiten der Kapitalrückführung wie Ausschüttung via Dividende gibt als ein Rückkaufprogramm.

Die heutige Struktur für Rückkäufe über die separate Handelslinie hat ihre Wurzeln im schweizerischen Steuerrecht, welches bestimmt, dass bei Rückkäufen zur Herabsetzung des Aktienkapitals derjenige Teil des Kaufpreises, welcher den Nennwert der Aktie übersteigt, für Privatanleger der Einkommenssteuer unterliegt und dass 35% dieses Betrages generell als Verrechnungssteuer abzuführen ist. Dies führt

dazu, dass Verkäufe über die separate Handelslinie in solchen Fällen für Privatanleger steuerlich völlig unattraktiv sind. Für Anleger, welche die Aktien im Geschäftsvermögen halten, bleibt die Hürde der Abwicklung der Rückforderung der Verrechnungssteuer. Diese Rückforderung ist ein administrativer Aufwand genauso wie die mit der verzögerten Rückzahlung der Verrechnungssteuer verbundenen Zinskosten. Die Rückzahlung erfolgt quartalsweise. Dies hat zur Folge, dass die Zinskosten allein schon durch die unterschiedliche Dauer zwischen Rückkauf und dem nächsten Verrechnungssteuer-Rückzahlungstermin variieren (dass sich verändernde Zinsumfeld hat natürlich ebenso einen Einfluss).

In der Botschaft wird nun die Meinung vertreten, dass diese Zusatzkosten durch eine feste Kommission abzugelten sei. Auch wird behauptet, dass die Arbitrageure auf der zweiten Handelslinie bisher risikolose Kursgewinne haben einstreichen können.

Der Vorschlag der festen Kommission ist nicht umsetzbar, da der einzige Geldfluss den die Börsensysteme zwischen Verkäufer und Käufer überhaupt zulassen, der Kaufpreis ist. Die Zahlung einer zusätzlichen Kommission vom Verkäufer an den Käufer ist technisch nicht möglich – ausserdem wäre eine solche Kommission wohl steuerlich als Teil des Kaufpreises zu behandeln, was dann abwicklungstechnisch zusätzliche Probleme schaffen würde. Neben diesem technischen Problem aber ist wirtschaftlich von entscheidender Bedeutung, dass sich der notwendige Aufschlag gegenüber der 1. Handelslinie aufgrund der oben beschriebenen variierenden Zinskosten ändert. Diese notwendige Flexibilität würde durch die Festsetzung einer fixen Gebühr völlig ausgehebelt und die Kosten wohl am oberen Ende der Spanne fixieren – sicherlich nicht im Interesse der Regelung.

Auch ist der Vorwurf der risikolosen Kursgewinne nicht haltbar. Im schweizerischen Markt haben sich wenige kleinere Banken auf dieses Arbitragegeschäft spezialisiert. Der Wettbewerb ist derart, dass die Differenz zwischen der ordentlichen und der separaten Handelslinie genau so viel beträgt, als dass es die Kosten für die Administration und die Zinskosten deckt und eine angemessene Aufwandentschädigung beinhaltet. Sollte diese Marge zu gross werden, würden aufgrund der Konkurrenzsituation umgehend andere Arbitrageure im Markt in Erscheinung treten.

Die vorgeschlagene Änderung hätte zur Folge, dass Aktienrückkäufe für kotierte Unternehmen praktisch verboten wären. Wir sind der festen Überzeugung, dass ein solches Verbot und damit eine teilweise Aufhebung von Art. 659 OR vom Parlament nicht beschlossen worden ist.

Art. 55a lit d sollte dementsprechend ersatzlos gestrichen (oder zumindest auf die ordentliche Handelslinie beschränkt) werden.

Art. 55a lit e)

Ein solches Verbot wäre neu im Rahmen von Rückkaufprogrammen und nicht praktikabel, wenn man bedenkt, dass Rückkaufprogramme über mehrere Jahre laufen. Aufgrund der steuerlichen Behandlung von auf der ordentlichen Linie zurückgekauften Aktien ist der Emittent faktisch gezwungen diese innert 6 Jahren wieder zu veräussern, will er nicht massive steuerliche Nachteile erleiden. Solche Titel kann er aufgrund steuerrechtlicher Bestimmungen auch nicht im Rahmen eines Rückkaufes zwecks Kapitalherabsetzung verwenden. Unseres Erachtens ist deshalb dieses Verbot zu streichen und durch eine entsprechende Rapportierungspflicht des Emittenten zu ersetzen. Alternativ kann dem Emittenten zur Auflage gemacht werden, dass die einzelnen Erwerbs- und Veräusserungsentscheide von unterschiedlichen Stellen getroffen werden.

Auch ist in jedem Fall klar zu stellen, dass Veräusserungen von Aktien im Rahmen von bestehenden oder auch neuen Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen möglich sind. Gleiches trifft zu im Hinblick auf bestehende oder sogar auch neu zu begebende Wandelanleihen.

Insbesondere kleinere Gesellschaften, deren Titel eine geringe Liquidität aufweisen, betreiben unter Umständen ein sogenanntes Market-Making um eine minimale Liquidität im Titel sicherzustellen. Auch solche Aktivitäten, welche im Interesse des Marktes sind, müssen weiterhin möglich sein.

Art. 55b (neu)

Zwecks Klarstellung sollte Abs. 2 lit a), 2. Satz wie folgt angepasst werden: „Die Parameter müssen vor der Veröffentlichung des Rückkaufangebots ODER ausserhalb einer Frist gemäss Abs. 1 festgelegt worden sein“.

Art. 55d (neu)

Ad lit a): es ist nicht ersichtlich, warum Lit a) auf öffentliche Platzierungen beschränkt ist. Stabilisierungsmassnahmen können auch bei Privatplatzierungen angezeigt sein. Dementsprechend ist das Wort „öffentlich“ zu streichen. Hingegen macht es Sinn, dass die Stabilisierung vorher öffentlich mitgeteilt worden sein muss.

Ad lit d). Es ist anzumerken, dass in der Regel der Emittent keinerlei stabilisierende Effektengeschäfte vornimmt. Diese werden durch die Syndikatsbanken auf eigene Rechnung über die Handelssysteme der Börse abgewickelt. Der Markt ist somit jederzeit über das normale Handelsreporting informiert.

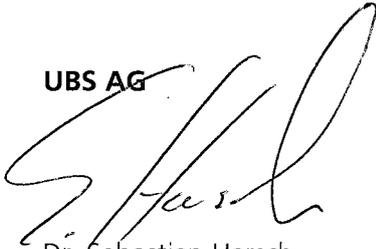
Auch ist die Fristberechnung „am Tag der Vornahme des letzten stabilisierenden Effektengeschäfts“ nicht umsetzbar: Es entspricht dem ureigensten Zweck der Stabilisierung, dass sich die Bank je nach Kursentwicklung bereithält, entsprechend tätig zu werden. Ob es notwendig wird oder nicht, kann nicht vorher bestimmt werden. Bei einer Stabilisierungsperiode von zB 30 Tagen, in der während der ersten 3 Tage stabilisiert wird, kann am 3. Tag nicht gesagt werden, ob weitere Massnahmen am 4. oder einem der darauffolgenden Tage notwendig werden. Erst bei Beendigung der Stabilisierung ist klar, welches nun das letzte stabilisierende Effektengeschäft war – die vorgeschlagene Frist ist dann aber regelmässig abgelaufen.

Eine Veröffentlichung der Stabilisierungstrades während der Stabilisierung würde den Zweck der Stabilisierung ad absurdum führen, da dies nur noch grösseren Druck auf den Titel ausüben würde. Gleiches gilt in abgeschwächter Form bei einer späteren Veröffentlichung. Aus diesem Grund werden – wenn überhaupt im Ausland – nur aggregierte Daten publiziert: Am Ende der angekündigten Stabilisierungsperiode für jeden Tag das Gesamtvolumen und/oder die Preisspanne innerhalb derer Trades stattgefunden haben und/oder der Durchschnittskurs. Eine detailliertere Information würde den Stabilisierungszweck torpedieren.

Wir bitten Sie höflich, die vorliegende Stellungnahme wohlwollend zu berücksichtigen. Bei allfälligen Fragen zu den vorstehenden Ausführungen stehen Ihnen die Unterzeichnenden jederzeit gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

UBS AG



Dr. Sebastian Harsch
Executive Director



Patrick Waser
Director



Zürich, 17. Dezember 2012/jen
Telefon +41 58 283 63 22
Telefax +41 58 283 70 75
alain.jenny@vontobel.ch

Per E-Mail

Eidgenössisches Finanzdepartement
Rechtsdienst
Bundesgasse 3
Bernerhof
3003 Bern

Stellungnahme zur Anhörung betreffend Änderung der Börsenverordnung

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir bedanken uns für die Möglichkeit zur Stellungnahme im Rahmen der Anhörung betreffend den vorgeschlagenen Änderungen der Börsenverordnung.

Wir vertreten die Auffassung, dass die im Kapitel 5a neu eingeführten Elemente grundsätzlich nicht notwendig sind. Das bestehende UEK-Rundschreiben Nr. 1 ist in der Praxis etabliert und hat sich bewährt. Ein echter Zusatznutzen aus der Einführung des Kapitels 5a ist nicht ersichtlich.

Falls trotzdem Anpassungen der Börsenverordnung vorgenommen werden sollen, haben wir folgende Anmerkungen bzw. Vorschläge:

Kapitel 5a: Zulässiges Marktverhalten

Die im Kapitel 5a aufgeführten und als zulässig erachteten Marktverhaltensweisen sind u.E. unvollständig, weshalb eine Präzisierung anzubringen ist, dass die Aufzählung nicht abschliessend ist. Weiter fehlen sowohl ein Hinweis auf die Freistellung der Rückkaufprogramme unter 2% als auch eine Regelung für nicht-öffentliche Rückkaufprogramme.

Art. 55a: Rückkauf eigener Beteiligungspapiere

Der Entwurf von Art. 55a ist u.E. dahingehend zu ergänzen, dass Rückkaufprogramme, welche durch die Übernahmekommission mittels Verfügung genehmigt worden sind, nicht unter Artikel 33e bzw. Artikel 33f BEHG fallen.



Abs. 1 lit. c.: "der Umfang der Rückkäufe auf der ordentlichen Handelslinie pro Tag 25% des während der letzten dreissig Tagen ~~vor der Veröffentlichung des Rückkaufprogramms~~ durchschnittlich börslich gehandelten Tagesvolumens nicht übersteigt;"

Begründung: Die Volumenlimitierung der Rückkäufe darf sich nur auf die ordentliche Handelslinie beziehen, da es möglich sein muss, beispielsweise im Rahmen von Block Trades ausserhalb des Börsenhandels oder am Ende der Laufzeit von Put-Optionen grösser Volumina zu erwerben.

Abs. 1 lit. d.: ersatzlos streichen

Begründung: Eine Begrenzung des maximal zulässigen Kaufpreises auf dem Niveau des Marktpreises unter gleichzeitiger Auszahlung einer Aufwandkommission zur Deckung der Kosten stellt keine sinnvolle Alternative zur aktuellen Lösung dar. Unter der Annahme, dass der ökonomische Wert der festen Kommission dem Wert der variablen Prämie zum Marktpreis entspricht, ergibt sich aufgrund der nicht systemkompatiblen Abwicklung der festen Kommission ein unverhältnismässiger Zusatzaufwand. Weiter hat die variable Prämie gegenüber der festen Kommission den Vorteil, dass den verschiedenen sich verändernden Parametern (Dauer bis zum nächsten Verrechnungssteuerrückzahlungstermin, Zinsumfeld) Rechnung getragen wird.

Abs. 1 lit. e.: ersatzlos streichen

Begründung: Ein Verkaufsverbot von eigenen Beteiligungspapieren ist abzulehnen, da verschiedene Sachverhalte möglich sind, die zu einem Verkauf von eigenen Beteiligungspapieren führen können. Als Beispiele hierfür sind zu nennen: Market Making-Aktivitäten durch die Emittentin; Verkauf von Treasury Shares um der Teilliquidationsproblematik zu entgehen sowie Verkauf von Aktien im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen.

Art. 55b: Black-out Perioden

Abs. 2 lit. a: "Die Parameter müssen vor der Veröffentlichung des Rückkaufangebots oder ~~und~~ ausserhalb einer Frist gemäss Absatz 1 festgelegt worden sein."

Begründung: Eine Verknüpfung der beiden Zeitpunkte ist weder sinnvoll noch wünschenswert.



Art. 55c: Inhalt des Rückkaufinserats

Lit. f.: "Angebots- ~~und~~ Ausübungspreis allfälliger Put-Optionen..."

Begründung: Es handelt sich um einen Preis mit zwei verschiedenen Begriffen.

Art. 55d: Preisstabilisierung nach öffentlicher Effektenplatzierung

Lit. a.: "... innerhalb von 30 Tagen nach der ~~öffentlichen~~ Platzierung der zu stabilisierenden Effekte erfolgen;"

Begründung: Preisstabilisierungsmechanismen müssen auch im Zuge von Privatplatzierungen erlaubt sein. Es ist nicht ersichtlich, weshalb dies nicht der Fall sein soll.

Lt. d.: ersatzlos streichen

Begründung: Die Preisstabilisierung wird üblicherweise von der federführenden Bank durchgeführt. Die Abschlüsse werden über die Handelssysteme publiziert. Eine gesonderte Publikation ist daher weder notwendig noch sinnvoll, da die vorgeschlagene Veröffentlichung der Informationen dem Zweck der Stabilisierung zuwiderläuft.

Wir sind Ihnen dankbar, wenn Sie unsere Anmerkungen in Ihre Überlegungen einbeziehen. Für die Beantwortung von Fragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

Bank Vontobel AG


Marc Klingelfuss


Alain Jenny

Per E-Mail <regulierung@gs-efd.admin.ch>
Eidgenössisches Finanzdepartement EFD
Herr Daniel Roth
Rechtsdienst
Bundesgasse 3
Bernerhof
3003 Bern

Alexander Nikitine
Dr. iur., LL.M.
Rechtsanwalt
Direkt +41 44 498 96 32
alexander.nikitine@walderwyss.com

Zürich, 17. Dezember 2012 ANI

**Einladung zur Anhörung
Änderung der Börsenverordnung (Börsendelikte und Marktmissbrauch)**

Sehr geehrte Damen und Herren
Sehr geehrter Herr Roth

Gerne erlauben wir uns, Ihnen diese Anhörungseingabe zur vorgesehenen Revision der Börsenverordnung zu übergeben. Für die wohlwollende Entgegennahme sei Ihnen im Voraus gedankt.

Die nachfolgenden Ausführungen geben nicht eine offizielle Meinung von Walder Wyss wieder, sondern in erster Linie die des Verfassers.

Nach Durchsicht des vorgeschlagenen Verordnungstextes sowie des Erläuterungsberichts vom 15. November 2012 würden wir gerne bei den folgenden Bestimmungen eine Anpassung begrüssen:

1. 4a Kapitel: Offenlegung von Beteiligungen und öffentliche Kaufangebote: Hauptkotierung**1.1. Art. 53b (neu)****1.1.1. Art. 53b Abs. 1**

1 Es wird begrüsst, dass im Interesse der Rechtssicherheit der Begriff der Hauptkotierung im Bereich des Offenlegungsrechts und des Übernahmerechts einheitlich verwendet wird. Die in Art. 53b Abs. 1 vorgesehene Lösung (Einhaltung Minimalstandard) scheint praktikabel, solange bei einer ausländischen Gesellschaft auf die Primärkotierung abgestellt wird.

2 Bei ausländischen Gesellschaften mit ausländischer Kotierung ist indes durchaus vorstellbar, dass gestützt auf Art. 7 Kotierungsreglement („KR“) das Regulatory Board Ausnahmen von einzelnen Bestimmungen des KR bewilligt. Voraussetzung hierfür ist gemäss Art. 7 KR, dass die Ausnahme den Interessen der Anleger oder der Börse nicht zuwiderläuft und es muss der Nachweis erbracht werden, dass dem Zweck der betreffenden Bestimmungen im konkreten Fall anderweitig Genüge getan wird. In diesen Fällen wird der ausländische Emittent die Hauptkotierungsvoraussetzungen von Art. 53b Abs. 1 dem Wortlaut nach („*mindestens dieselben Pflichten*“) nicht erfüllen. Dass man – je nach gewährter Ausnahme – auch in diesen Fällen von einer Primärkotierung gemäss Art. 53b ausgehen kann, obschon die Emittentin nicht *mindestens dieselben Pflichten* zu erfüllt hat, wäre wünschenswert. Voraussetzung wäre dann, dass die ausländische Emittentin mindestens *gleichwertige* Pflichten betreffend Kotierung und die Aufrechterhaltung der Kotierung an einer Börse in der Schweiz erfüllt.

3 Im Übrigen lässt auch die Richtlinie betr. Kotierung von ausländischen Gesellschaften (RLAG) vom 29. Oktober 2008 eine „Primärkotierung“ zu, wenn das Regulatory Board für die betroffene ausländische Gesellschaft eine Anpassung des Kotierungsverfahrens vorsieht (Art. 9 RLAG).

4 Vor diesem Hintergrund könnte ein neuer Abs. 2 den Art. 53b wie folgt ergänzen

Änderungsvorschlag (Änderungen hervorgehoben):

„2 [neu] Die FINMA kann im Einzelfall Ausnahmen gewähren. Eine solche Ausnahme ist insbesondere gerechtfertigt, wenn die Gesellschaft mindestens gleichwertige Pflichten für die Kotierung und die Aufrechterhaltung der Kotierung an einer Börse in der Schweiz erfüllt.“

1.1.2. Art. 53b Abs. 3

- 5 Zwecks Umsetzung der Bestimmungen zur Offenlegung bzw. zu öffentlichen Kaufangeboten ist zentral, dass Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere in der Schweiz hauptkotiert sind, die aktuelle Gesamtzahl der ausgegebenen Beteiligungspapiere melden. Gerade was die Angebotspflicht betrifft, muss jederzeit Klarheit darüber bestehen, auf welcher Berechnungsbasis sich der relevante Grenzwert berechnet. Eine Schwierigkeit diesbezüglich wird darin bestehen, dass gewisse Jurisdiktionen das Institut des Handelsregisters (oder äquivalente Modelle) nicht kennen.
- 6 Es sollten daher die folgenden zwei Klarstellungen bereits in der Börsenverordnung selbst (und nicht erst in Richtlinien oder dergl.) vorgenommen werden:
- a. Mit *ausgegebenen* Aktien müssen auch die *eigenen* Beteiligungspapiere gemeint sein (bzw. gemeldet werden). Die Unterscheidung, insb. bei Verwendung der englischen Terminologie (*issued shares* vs. *outstanding shares*), bringt in der Praxis immer wieder Unklarheiten zum Vorschein.
 - b. Darüber hinaus muss der Begriff „damit verbundene Stimmrechte“ entsprechend der Präzisierung in Art. 20 Abs. 1 BEHG verstanden werden: So darf auch bei einer ausländischen Gesellschaften keine Rolle spielen, ob die Stimmrechte ausübbar sind oder nicht.¹
- 7 Vor diesem Hintergrund könnte eine leicht angepasste Formulierung von Art. 53b Abs. 3 wie folgt aussehen:

¹ Vgl. hierzu beispielweise die ähnliche Berechnungsmethode im Anwendungsbereich von Artikel 9(1) der EU-Transparenzrichtlinie (2004/109/EG), wonach hinsichtlich der Offenlegung qualifizierter Anteil von der Gesamtzahl der mit Stimmrechten versehenen Aktien auszugehen ist, „auch wenn die Ausübung dieser Stimmrechte ausgesetzt ist“.

Änderungsvorschlag (Änderungen hervorgehoben):

„Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere in der Schweiz hauptkotiert sind, haben die aktuelle Gesamtzahl der ausgegebenen Beteiligungspapiere (einschliesslich eigene Beteiligungspapiere) und die damit verbundenen Stimmrechte, ob ausübbar oder nicht, zu veröffentlichen.“

- 8 Gemäss Erläuterungsbericht zur Änderung der Börsenverordnung (Seite 3 Mitte) wird die FINMA und/oder die Börse Einzelheiten über die Art und Weise der verlangten Veröffentlichungen machen. In diesem Zusammenhang würden wir gerne Folgendes anregen:
- a. Die Veröffentlichung der aktuellen Gesamtzahl muss auf eine Weise geschehen, die es allen Marktteilnehmern einfach und effizient erlaubt, an die relevanten Zahlen zu kommen. Wünschenswert wäre entweder die direkte Angabe der Gesamtzahl bei den Stammdaten des Emittenten auf der Homepage der SIX. Denkbar wäre anderenfalls ein Link bei den Stammdaten, der direkt zu den relevanten Informationen führt. Die Angaben sollen mindestens in englischer und deutscher Sprache erscheinen und einen expliziten Hinweis auf Art. 53b Abs. 3 Börsenverordnung enthalten, sodass die relevante Zahl einfach auffindbar ist.
 - b. Im Interesse der Rechtssicherheit und angesichts der Tatsache, dass zahlreiche Jurisdiktionen das Handelsregister-System nicht kennen, sollte bei der Bestimmung des Nenners des Grenzwerts bzw. der Meldeschwelle nicht auf die Gesamtzahl der Stimmrechte, die im Handelsregister (bzw. in anderen Dokumenten) eingetragen ist, abgestellt werden (Art. 12 Abs. 2 und Art. 32 Abs. 1 BEHV-FINMA), sondern auf die gemäss Art. 53b Abs. 3 Börsenverordnung veröffentlichte Zahl.

2. 5a Kapitel: Zuverlässiges Marktverhalten

2.1. Art. 55a Rückkauf eigener Beteiligungspapiere

2.1.1. Art. 55a Abs. 2, Buchstabe b

- 9 Es ist nicht ganz nachvollziehbar, weshalb das Rückkaufvolumen auf 10% beschränkt wurde und – abgesehen von der Möglichkeit der Ausnahmebewilligung nach Art. 55a Abs. 2 – keine flexiblere Berechnungsmethode vorgesehen ist. Insbesondere die Schranke von 10% des Kapital bzw. Stimmrechts ist vor dem Hintergrund der revidierten Praxis der Übernahmekommission unseres Erachtens zu tief angesetzt. Gerade bei einem auf drei Jahre angelegten Rückkaufprogramm zum Marktpreis, in dessen Rahmen die zurückgekauften Aktien anlässlich der nächsten Generalversammlung vernichtet werden (oft Praxis), hätte die Schwelle durchaus bei 15-20% gesetzt werden können, ohne dass hierbei marktmanipulative Bedenken überwiegt hätten. Die entscheidenden Kriterien gemäss Art. 1 BEHG (Transparenz, Gleichbehandlung, Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes) sind auch in diesen Fällen ohne Weiteres erfüllt.
- 10 Die Diskussion rund um jene 10%-Schwelle ist auch vor dem Hintergrund des Art. 659 OR sowie der praxisändernden Verfügung Nr. 435/02 vom 24. Februar 2010 i.S. Transocean Ltd. der UEK zu beleuchten. Art. 659 OR sieht eine jederzeitige Beschränkung von 10% (bzw. 20%) eigener Aktien vor; das Rundschreiben Nr. 1 (alte und revidierte Version) eine Beschränkung von 10% für das gesamte Rückkaufprogramm. Eine auf 15-20% festgesetzte Beschränkung in Art. 55a Abs. 1, Buchstabe b Börsenverordnung wäre ohne Weiteres vereinbar mit Art. 659 OR, solange die Aktien vernichtet werden. Und die Praxis der UEK lässt im Anwendungsbereich des Rundschreibens Nr. 1 Rückkaufprogramme über 10% inzwischen zu. Eine flexiblere Regelung in Art. 55a Abs. 1, Buchstabe b wäre daher wünschenswert und ohne Bedenken unter dem Aspekt des Marktmissbrauchs. Gerade für Emittenten, die den Rückkauf vorderhand auf der Basis des Gesamtkaufpreises beschränken (Bsp.: Rückkauf während 3 Jahren im Maximalbetrag des Gesamtkaufpreises von CHF 3 Mrd.) ist die strikte 10%-Beschränkung nicht praktikabel.

2.1.2. Art. 55a Abs. 2, Buchstabe c

- 11 Der Wortlaut deutet darauf hin, dass effektiv auf die letzten 30 (Kalender-)Tage (und nicht Börsentage) abgestellt wird. Hier stellt sich die Frage, ob aus Praktikabilitätsgründen nicht auf 30 Börsentage abgestellt werden soll. Damit wäre auch ein mögliches Missverständnis ausgeschlossen, wonach an nicht Börsentagen ein Tagesvolumen von null miteinberechnet werden sollte.

Änderungsvorschlag (Änderungen hervorgehoben):

c. „der Umfang der Rückkäufe pro Tag 25% des während dreissig Börsentagen vor der Veröffentlichung des Rückkaufprogramms durchschnittlich börslich gehandelten Tagesvolumen nicht übersteigt;“

2.1.3. Art. 55a Abs. 2, Buchstabe e

- 12 Hier wäre eine Präzisierung dahingehend erwünscht, dass die Ausgabe von Aktien im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen erlaubt bleibt. Es handelt sich hierbei um die Erfüllung laufender Programme, deren Abwicklung (namentlich die Ausgabe der Beteiligungspapiere) von Rückkaufprogrammen unberührt bleiben muss.

Änderungsvorschlag (Änderungen hervorgehoben):

e. „während des Rückkaufprogramms mit Ausnahme von Beteiligungspapieren gestützt auf Mitarbeiterbeteiligungsplänen keine eigenen Beteiligungspapiere verkauft werden;“

2.1.4. Art. 55a Abs. 2, Buchstabe f

- 13 Die Bestimmung ist etwas missverständlich formuliert, da sie den Schluss zulassen könnte, dass das Rückkaufinserat in Printmedien publiziert werden müsste. Gemeint ist vermutlich, dass das Inserat während der ganzen Dauer des Rückkaufprogramms auf der Website des Anbieters aufgeschaltet bleiben muss. In Anlehnung an die Formulierung im Rundschreiben Nr. 1, Rz. 48, wäre daher folgende Präzisierung wünschenswert:

Änderungsvorschlag (Änderungen hervorgehoben):

f. „der wesentliche Inhalt des Rückkaufprogramms mittels Rückkaufinformat unmittelbar vor Beginn und während der gesamten Dauer des Rückkaufprogramms auf der Website des Anbieters veröffentlicht wird;“

2.2. Art. 55b (neu) Black-out-Perioden

2.2.1. Art. 55b Abs. 2, Buchstabe a

14 Dieser Abschnitt regelt die Ausnahme, gemäss welcher trotz Bestehen einer Black-out-Periode (gemäss Art. 55b Abs. 1) Rückkäufe (zum Marktpreis) vorgenommen werden dürfen. Die Bestimmung entspricht im Wesentlichen Rz. 24 des Rundschreiben Nr. 1. Neu scheint indes zu sein, dass die Parameter offenbar nur noch vor Veröffentlichung des Rückkaufprogramms und ausserhalb einer Black-out-Periode festgelegt worden sein müssen. Die Voraussetzung ist – dem Wortlaut nach – kumulativ zu verstehen (so jedenfalls unsere Lesensart). Mit anderen Worten dürfen die Parameter nach der Veröffentlichung des Rückkaufprogramms nicht mehr geändert werden, selbst dann nicht, wenn dies ausserhalb der Black-out-Periode erfolgen würde. Unseres Erachtens sollte auch dann von einem zuverlässigen Marktverhalten ausgegangen werden, wenn Parameter geändert werden, solange dies ausserhalb der Black-out-Periode erfolgt. Diese Möglichkeit ist bereits im Rundschreiben Nr. 1 vorgesehen.

Änderungsvorschlag (Änderungen hervorgehoben):

a. [2. Satz:]
„Die Parameter müssen vor der Veröffentlichung des Rückkaufprogramms und ausserhalb einer Frist gemäss Abs. 1 festgelegt worden sein. Die Parameter können während der Dauer des Rückkaufprogramms nur ausserhalb einer Black-out-Periode angepasst werden.“

2.3. Art. 55d (neu) Preisstabilisierung nach öffentlicher Effektenplatzierung

2.3.1. Art. 55d Buchstabe d

15 Hier sollte aus Gründen der Konsistenz der Begriff „Börsentag“ statt „Handelstag“ verwendet werden (vgl. beispielsweise den im gleichen

Kontext (Meldefrist) verwendete Begriff in Art. 55a Abs. 1, Buchstabe g ([...] spätestens am siebten *Börsentag* [...] gemeldet).

Änderungsvorschlag (Änderungen hervorgehoben):

d. „die Effektengeschäfte der Börse spätestens am siebten Börsentag nach der Vornahme gemeldet und am Tag der Vornahme des letzten stabilisierenden Effektengeschäfts durch die Emittentin veröffentlicht werden.“

2.4. Art. 55e (neu) Übrige zulässige Effektengeschäfte

2.4.1. Art. 55e Buchstabe a

16 Die Bestimmung kodifiziert die These, wonach die Umsetzung eines Effektengeschäfts unter dem Gesichtspunkt der Marktmanipulation bzw. des Insiderhandels unbedenklich ist, solange der Entschluss zum Effektengeschäft als solcher ohne Insiderwissen erfolgt ist. Diese These überzeugt in all denjenigen Fällen, in denen auch die eigentliche Umsetzung frei von allfälligen (neu erworbenem) Insiderwissen erfolgt. Letzteres muss aber nicht zwingend der Fall sein, insbesondere dann nicht, wenn nicht alle Parameter (Zeitpunkt, Preis, weitere Modalitäten) anlässlich der Beschlussfassung fixiert worden sind.

17 Folgendes Beispiel soll dies verdeutlichen: Die K AG fasst den Beschluss, im Umfang von 1'000 bis 2'000 Aktien der Publikumsgesellschaft T AG zu erwerben. Im Zeitpunkt der Beschlussfassung existierte keine Insiderinformation betr. T AG. Unmittelbar vor der Umsetzung des Effektengeschäfts erlangen Organe der K AG Insiderinformation über die T AG, welche, sofern publiziert, den Preis der Aktie erheblich steigern würden. *Aufgrund dessen* schöpft die K AG den vorgegebenen Rahmen voll aus und erwirbt 2'000 Aktien.

Vor diesem Hintergrund wird angeregt, dass einerseits der Entschluss nicht aufgrund Insiderinformationen gefasst werden darf, andererseits auch die Umsetzung nicht durch Insiderinformationen *beeinflusst* werden durfte.

Änderungsvorschlag (Änderungen hervorgehoben):

a. „Die Umsetzung des eigenen Entschlusses, ein Effektengeschäft zu tätigen; vorausgesetzt, der Entschluss wurde ist nicht aufgrund einer Insiderinformation gefasst und dessen Umsetzung nicht aufgrund einer Insiderinformation beeinflusst worden.“

2.4.2. Art. 55e Buchstabe b

18 Die Bestimmung zielt darauf ab, dass im Hinblick auf die Lancierung eines öffentlichen Übernahmeangebots der Erwerb von Effekten der Zielgesellschaft zulässig sein soll. Wiederum verlangt die Norm, dass der Entschluss zum öffentlichen Übernahmeangebot nicht aufgrund einer Insiderinformation gefasst werden darf. Der Wortlaut in Art. 55e Buchstabe b stellt hierbei aber zu Unrecht darauf ab, dass die Veröffentlichung nicht aufgrund Insiderinformationen erfolgen darf ([...] vorausgesetzt der Entschluss, ein öffentliches Kaufangebot *zu veröffentlichen*, wurde nicht aufgrund einer Insiderinformation gefasst.“). Die gewählte Formulierung dürfte ein Versehen sein. Die *Veröffentlichung* ist im Schweizer Übernahmerecht gesetzlich vorgeschrieben (Art. 5 bzw. 7 Übernahmeverordnung). Art. 55e Abschnitt b sollte daher vielmehr auf den *Beschluss*, ein öffentliches Kaufangebot zu machen, abstellen.

Änderungsvorschlag (Änderungen hervorgehoben):

b. „Der Erwerb von Effekten der Zielgesellschaft durch die potenzielle Anbieterin im Hinblick auf die Veröffentlichung eines öffentlichen Kaufangebots; vorausgesetzt der Entschluss, ein öffentliches Kaufangebot vorzunehmen ~~zu veröffentlichen~~, wurde nicht aufgrund einer Insiderinformation gefasst.“

Bei Rückfragen steht Ihnen der Verfasser gerne zur Verfügung.

Mit vorzüglicher Hochachtung



Alexander Nikitine