

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

Financial Services and Markets Act und Annex II des Code of Market Conduct der FSA in Grossbritannien).

2

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, liefere 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 Effekthändlers 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