

CH-3003 Bern

A-Post und per e-mail an counsel@takeover.ch

Übernahmekommission
Herren P. Bovey und L. Roos
Selnaustrasse 30
Postfach
8021 Zürich

Referenz:

Kontakt: Claudia Graf-Meier
Telefon direkt: + 41 31 327 92 61
E-Mail: claudia.graf@finma.ch
Bern, 8. Juni 2009

Stellungnahme zur Revision des Rundschreibens Nr. 1 der Übernahmekommission: Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen

Sehr geehrte Herren

Sie haben die interessierten Kreise am 24. April 2009 eingeladen, zum Entwurf der Revision des Rundschreibens Nr. 1 der Übernahmekommission: Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen, Stellung zu nehmen. Gerne nimmt die FINMA die Gelegenheit wahr, sich wie folgt zu den vorgeschlagenen Neuerungen zu äussern.

Der Revisionsentwurf der bisherigen Mitteilung Nr. 1 betreffend Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen wird durch die FINMA unterstützt. Wir begrüssen, dass bei dieser Gelegenheit nicht nur formelle Anpassungen vorgenommen, sondern auch eine Kodifizierung der Praxis unter Berücksichtigung der in den vergangenen Jahren gemachten Erfahrungen der Übernahmekommission stattfindet. Wir erachten die Grundkonzeption der neuen Verfahrensordnung, mit der Aufteilung in „unproblematische“ Fälle, welche grundsätzlich durch das Sekretariat und in „komplexere“ Fälle, welche durch einen Ausschuss der Übernahmekommission erledigt werden, als zielführend.

Es spricht aus Sicht der FINMA nichts dagegen, die neuen Regelungen bezüglich Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen in die Form eines „Rundschreibens“, analog der Verlautbarungen der FINMA zu fassen. Folglich sind die übrigen bzw. neuen Mitteilungen der Übernahmekommission bei Gelegenheit wohl sinnvollerweise ebenfalls an die neue Form anzupassen.

Die FINMA verzichtet darauf die einzelnen Bestimmungen des Rundschreibens weiter zu kommentieren. Die FINMA erachtet jedoch den Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 in Bezug auf die inhaltliche Struktur als überprüfenswert. Zudem werden allgemeine Bestimmungen für alle Rückkaufprogramme nicht nur

unter dem Titel „I. Gemeinsame Voraussetzungen für alle Rückkaufprogramme“, sondern auch hinten unter IV, V, VI und VIII erfasst. Schliesslich empfiehlt sich, unter dem Titel „Schlussbestimmungen“ auf allfällige Übergangsregeln und den Zeitpunkt des Inkrafttretens des Rundschreibens Nr. 1 einzugehen. Um die Lesbarkeit zu erhöhen, könnte das Rundschreiben beispielsweise in die folgenden Abschnitte unterteilt werden:

I. Einleitung

II. Verfahren

- a) Meldeverfahren
- b) Verfahren vor Ausschuss

III. Materielles

- a) Gemeinsame Voraussetzungen für alle Rückkaufprogramme
- b) Zusätzliche Voraussetzungen für Rückkäufe zum Festpreis und für Rückkäufe durch die Ausgabe von Put-Optionen
- c) Zusätzliche Voraussetzungen für Rückkäufe zum Marktpreis

IV. Schlussbestimmungen

Bei sich wiederholenden Bestimmungen vorne und hinten im Rundschreiben Nr. 1 ist schliesslich beim Finalisieren des Entwurfs auf die sprachliche Kongruenz zu achten. So sind gleiche Bestimmungen, wie sie beispielsweise in Randnote 4 und Randnote 54 vorkommen, bei der Formulierung abzustimmen, um Unklarheiten bzw. unnötige Fragen zu vermeiden.

Wir danken Ihnen im voraus für eine entsprechende Berücksichtigung unserer Anliegen.

Mit freundlichen Grüssen

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA

A handwritten signature in blue ink that reads "A Héritier Lachat".

Anne Héritier Lachat
Präsidentin des Übernahmeyausschusses

A handwritten signature in black ink that reads "Franz Stirnimann".

Franz Stirnimann
Mitglied der Geschäftsleitung

Per E-Mail (counsel@takeover.ch)

Übernahmekommission (UeK)
Selnaustrasse 30
Postfach
8021 Zürich

8. Juni 2009

UeK-Rundschreiben Nr. 1 (Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen)

Sehr geehrter Herr Präsident
Sehr geehrte Damen und Herren

Mit Schreiben vom 27. April 2009 haben Sie uns zur Stellungnahme zum Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 zur Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen eingeladen. Für die Gelegenheit zur Stellungnahme danken wir Ihnen bestens.

economisesuisse begrüsst grundsätzlich das Ziel der Übernahmekommission, die Regeln zur Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen den Bedürfnissen der Praxis anzupassen und die geltende Praxis aufzunehmen. Bei der Beurteilung orientiert sich economisesuisse an der Flexibilität und Praktikabilität des vorgeschlagenen Entwurfs. Diese Kriterien sind auch Faktoren eines attraktiven Börsenplatzes Schweiz. Ebenfalls in die Beurteilung einzubeziehen ist die Zielsetzung der laufenden Aktienrechtsrevision, mit der unter anderem auch die Bewirtschaftung des Eigenkapitals erleichtert werden soll.

Vor diesem Hintergrund enthält das Rundschreiben **mehrere problematische Punkte, die verbessert werden müssen**. In der vorliegenden Form würden die entsprechenden Punkte Flexibilitäten unnötig einschränken und zu Anwendungsschwierigkeiten in der Praxis führen.

Im Folgenden nehmen wir zu den wesentlichsten problematischen Themen im Entwurf Stellung. Mit Blick auf detaillierte Begründungen sowie für Kommentare zu Punkten eher technischer Natur verweisen wir auf die umfassenden Stellungnahmen, welche Ihnen aus dem Kreise unserer Mitglieder von Emittenten- und Bankenvertretern direkt zugestellt wurden.

Generelle Freistellung

Die Freistellung für Rückkäufe, die sich auf maximal 2% des Kapitals beziehen, ist beizubehalten.

Zuständigkeit der Übernahmekommission (Rn 2)

In Rn 2 ist ergänzend festzuhalten, dass die Übernahmekommission nur während der Dauer eines Rückkaufprogramms zuständig ist und die Zuständigkeit mit Abschluss des Programms wegfällt.

Angebotspflicht bei Einhaltung der „safe harbor“ – Bestimmungen (Rn 4, 52 und 54)

Wenn ein Rückkaufprogramm sämtliche „safe harbor“ Voraussetzungen erfüllt, muss es ausgeschlossen werden, dass es trotzdem einer Angebotspflicht unterstellt wird.

Verbot des Erwerbs eigener Aktien ausserhalb des Rückkaufprogramms (Rn 10)

Dass ein Rückkaufprogramm neu mehrere Zwecke haben kann (Rn 9), wird begrüsst. Das darf aber nicht als Rechtfertigung eines Verbots des Erwerbs eigener Aktien ausserhalb des Rückkaufprogramms dienen (Rn 10). Rückkäufe müssen wie bisher auch ausserhalb des Rückkaufprogramms zulässig sein. Ein Verbot würde der heutigen Praxis widersprechen und zu grossen Problemen führen, u.a. auch im steuerlichen Bereich.

Überwachung der Einhaltung von Art. 659 OR (Rn 12)

Art. 659 OR ist eine Ordnungsvorschrift. Es wäre verfehlt, mittels eines Rundschreibens der UeK dieser obligationenrechtlichen Ordnungsvorschrift zum Vollzug verhelfen zu wollen. Entsprechend ist Rn 12 ersatzlos zu streichen.

Stichtag des letzten veröffentlichten Abschlusses (Rn 16 und 26)

Die Verkürzung der Frist von 9 auf 6 Monate würde für Gesellschaften, die keine Quartalsabschlüsse publizieren, zu grossen Problemen führen. Die bisher gültig 9-Monats-Frist ist daher beizubehalten.

Nachweis bei den Ausnahmen zum Erwerbsverbot während „black out“ Perioden (Rn 31)

Eine besondere Bestätigung der Revisionsstelle ist nicht nötig, da die UeK die einschlägigen Dokumente auch direkt einfordern kann. Vielmehr ist zu Vermeidung von unnötigem Aufwand und Kosten festzuhalten, dass das Revisionsorgan des Anbieters in Bezug auf Rn 28 und 29 keine Prüfungshandlungen bei der durchführenden Bank oder dem durchführenden Effekthändler vornehmen muss.

Preisdifferenz zur speziellen Handelslinie (Rn 36)

Die bisherige Marge von 5% hat sich bewährt. Ein Grund für die vorgesehene Senkung auf 2% ist nicht ersichtlich, weshalb sie abgelehnt wird.

Sprache des Angebotsinserats (Rn 42-46)

Die im Zusammenhang mit Rückkaufprogrammen zu erstellenden Dokumente wie Angebotsinserate sollen auch in Englisch verfasst werden können.

Frist zur Einreichung eines Gesuchs (Rn 53)

Die Verlängerung der Zeitspanne vor Lancierung des Rückkaufprogramms, vor welcher das Gesuch der Übernahmekommission spätestens einzureichen ist, von 10 auf 20 Tage wird als nicht praktikabel erachtet. Die 10-Tagesfrist ist demnach beizubehalten.

Inkrafttreten

Das Rundschreiben soll erst auf Rückkaufprogramme anwendbar sein, die nach seinem Inkrafttreten angekündigt werden.

Die unter den oben stehenden Punkten nötigen Korrekturen können durchaus ohne Einschränkung von Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit sowie Treu und Glauben von Aktienrückkaufprogrammen vorgenommen werden. Entsprechend beantragen wir Ihnen, die entsprechenden Anpassungen im Entwurf zu veranlassen.

Wir danken Ihnen für die Berücksichtigung unserer Anliegen. Gerne sind die Experten aus dem Kreise unserer Mitglieder bereit, einzelne Punkte mit Ihnen gegebenenfalls auch anlässlich einer mündlichen Besprechung zu vertiefen.

Freundliche Grüsse
economiesuisse



Thomas Pletscher, lic. iur.
Leiter Wettbewerb & Regulatorisches



Urs Furrer, Rechtsanwalt
stv. Leiter Wettbewerb & Regulatorisches

An das Sekretariat der
Übernahmekommission
Selnastrasse 30
Postfach
CH-8021 Zürich

SIX Swiss Exchange AG
Selnastrasse 30
CH-8021 Zürich

Postadresse:
Postfach 1758
CH-8021 Zürich

T: +41(0)58 854 5454
F: +41(0)58 854 5455
www.six-swiss-exchange.com

04.06.2009

**Stellungnahme der SIX Exchange Regulation zum
Rundschreiben Nr. 1 der Übernahmekommission: Freistellung von
Aktienrückkaufprogrammen (Entwurf vom 24. April 2009)**

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir haben den Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 der Übernahmekommission studiert und möchten ausschliesslich zu folgenden ausgewählten Randziffern, welche spezifisch unseren Tätigkeitsbereich betreffen, einen Kommentar anbringen:

Rz 13-16 / Rz 23-26

Es sollte geprüft werden, ob die aufgeführten black-out-Perioden um lit. d zu erweitern sind mit der Regelung, dass ein Anbieter keine Beteiligungspapiere kaufen darf, wenn in den vorangegangenen sechs Monaten ein Mitarbeiter-Beteiligungsprogramm für Aktien oder Optionen gestartet wurde.

Rz 29/31

In den Fällen gemäss Randziffern 28, 29 und 30 muss der Anbieter von seinem Revisionsorgan bestätigen lassen, dass die in diesen Randziffern genannten Voraussetzungen eingehalten wurden (vgl. RZ 31).

Wir regen an, das Rundschreiben in dem Sinne zu ergänzen, als dass im Falle der Beauftragung einer Bank oder eines Effektenhändlers mit der Durchführung des Rückkaufprogramms (RZ 29) nicht nur das Revisionsorgan, sondern auch die Bank bzw. der Effektenhändler schriftlich zu bestätigen hat, dass die Entscheidungen bezüglich Daten, Volumen und Preisen unabhängig vom Anbieter oder von vertraulichen Informationen über diesen getroffen wurden.

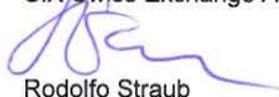
Rz 34

Sofern Bloc Trades im Sinne von Randziffer 34 zugelassen werden, muss u.E. mittels einer zusätzlichen Bestimmung sichergestellt werden, dass die Chancengleichheit aller Banken und Effektenhändler, welche gewillt sind anzudienen, gewahrt ist. Falls es nicht möglich ist, für Bloc trades mit einer griffigen Regelung die Chancengleichheit zu gewährleisten, so muss u.E. von einer Aufhebung der 25% Regel Abstand genommen werden.

Für allfällige Fragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

SIX Swiss Exchange AG



Rodolfo Straub
Head of SIX Exchange Regulation



Walter M. Ochsner
Head of Surveillance & Enforcement

Übernahmekommission (UeK)
Selnastrasse 30
Postfach
CH-8021 Zürich

Basel, 5. Juni 2009
J.2 / CWI/ISE

UeK-Rundschreiben Nr. 1 (Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen)

Sehr geehrter Herr Präsident
Sehr geehrte Damen und Herren

1. Allgemeine Bemerkungen

Wir begrüßen die Revision des Rundschreibens Nr. 1 und seine Anpassung an die Entwicklungen in Markt und Gesetzgebung. Auch die Einarbeitung der bisherigen Praxis in verschiedenen Teilen wird zur Rechtssicherheit beitragen und die Benutzerfreundlichkeit des Rundschreibens erhöhen. Wir halten fest:

- (1) Die den Entwurf prägende Tendenz einer **Harmonisierung der ordentlichen Linie und der speziellen Handelslinie in regulatorischer Hinsicht** ist begrüssenswert. Es sind aber zwingende steuerliche Rahmenbedingungen zu beachten, die z.T. eine Differenzierung zwischen den beiden Handelslinien erforderlich machen.
- (2) U.E. sollte das **Volumen eines Rückkaufprogramms nicht nur in Prozenten der ausstehenden Aktien, sondern auch in einem CHF-Betrag** (ohne Angabe eines prozentuellen Anteils bzw. einer maximalen Anzahl Aktien) angegeben werden können.

Während bspw. eine Gesellschaft mit einem Rückkaufgesamtvolumen von maximal CHF 100 Mio. und einem im Meldezeitpunkt aktuellen Kurs von CHF 100 voraussichtlich ca. 1 Mio. Aktien erwerben kann, muss die effektive Anzahl erworbener Aktien über diese 1 Mio. hinausgehen können, falls der Kurs während der Dauer des Rückkaufprogramms sinkt (z.B. effektives Rückkaufsvolumen von 2 Mio. Aktien bei durchschnittlichem Kaufkurs von CHF 50 während des Programms). Dies sollte ohne zusätzliche Meldung an die Übernahmekommission zulässig sein, solange das maximale Programmvolumen unter 10% des Aktienkapitals bleibt.

Das entspricht einem praktischen Bedürfnis, da die Gesellschaft in der Regel eine Liquiditätsplanung vornimmt, die Höhe der Mittel für einen Rückkauf definiert und daraus die Anzahl Aktien bzw. den entsprechenden Prozentsatz der ausstehenden Aktien ableitet. Insbesondere bei stark schwankenden Märkten ist es von Interesse, die zur Verfügung stehenden Mittel ganz ausnützen zu können, auch wenn dadurch substantiell mehr Titel erworben werden können als ursprünglich vorgesehen (z.B. statt 3% neu 6%).

Wir schlagen deshalb vor, im Rundschreiben die Möglichkeit der Angabe der Höhe des Rückkaufprogramms in CHF vorzusehen. Eine entsprechende Mitteilung der Gesellschaft könnte dann beispielsweise folgendermassen lauten: „Die Gesellschaft beabsichtigt, für CHF [...] Mio. Aktien zurückzukaufen. Dies entspricht bei einem aktuellen Kurs von CHF [...] rund [...] % des ausstehenden Aktienkapitals. In keinem Fall wird die Gesellschaft mehr als 10% des ausstehenden Aktienkapitals zurückkaufen.“

- (3) Der aktuelle Entwurf enthält keine **Übergangsregelungen**. Hierzu wären im Interesse der Rechtssicherheit klare Bestimmungen zu begrüssen.
- (4) Im Entwurf fehlt weiter eine **ausdrückliche Regelung über die Zulässigkeit von Parallelprogrammen**. Wir gehen davon aus, dass - wie schon bisher - solche parallel geführten Programme (ordentliche Linie, spezielle Handelslinie) bzw. Rückkaufprogramme, die über beide Linien durchgeführt werden, zulässig sind. Eine ausdrückliche Regelung in diesem Sinn würden wir begrüssen.

2. Bemerkungen zu einzelnen Bestimmungen

ad Rz. 1

Gemäss Rz. 1 ist bereits die Bekanntgabe der Absicht, eigene Beteiligungspapiere an der Börse zurückzukaufen, wie ein öffentliches Kauf- bzw. Rückkaufprogramm zu behandeln. Unklar ist, inwieweit eine Gesellschaft in der Praxis dann noch kommunizieren darf, wie sie etwa bezüglich Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen (ESOP) u.a. künftig vorgehen wird (Unterlegung mit - teilweise noch zu erwerbenden - eigenen Aktien oder mit bedingtem Kapital). Unter Umständen könnte hier im Einzelfall bereits die Bekanntgabe einer Rückkaufabsicht vorliegen. Diese Unsicherheit kann zu einer kommunikativen Gratwanderung führen (vorausgesetzt, die Gesellschaft will die Qualifikation als öffentliches Kaufangebot und die daraus resultierenden Konsequenzen vermeiden).

Vor dem Hintergrund der Einführung der Put-up-or-shut-up-Regelung in der revidierten Übernahmeverordnung-UeK sollte klargestellt werden, dass eine solche Regelung hier keine Anwendung findet und die bisherige Praxis weitergelebt werden kann, also das Management darüber Auskunft geben darf, wie es z.B. einen ESOP zu alimentieren gedenkt, ohne zu einem öffentlichen Rückkauf gezwungen zu sein. Ein stiller Rückkauf muss weiterhin möglich sein.

ad 2.2 Rz. 6

Wir begrüßen die Formulierung in Rz. 6, die klar festhält, dass ein Rückkaufprogramm auch mehrere Zwecke verfolgen kann.

ad 2.3 Rz. 8

Der Bezug des Freefloats als relevante Kennziffer ist unseres Erachtens nicht geeignet, die Frage der genügenden Liquidität der Titel zu beantworten. Er sagt nicht viel über das Handelsvolumen bzw. über die Umsatzhäufigkeit eines Titels aus. Der Freefloat ist bestenfalls ein sehr schwacher Indikator dafür, ob ein Titel liquid oder illiquid ist. Ob ein Titel liquid ist oder nicht, lässt sich letztlich über den Freefloat nicht feststellen (Bsp.: die Freefloat-Erfordernisse von Art. 17 des Kotierungsreglements können rein rechnerisch erfüllt sein, wenn die gesamten Aktien durch sieben voneinander unabhängige Aktionäre gehalten werden, wenn nur die Verteilung der Aktien entsprechend ist, was sicherlich keinen liquiden Handel garantiert). Letztlich stellt sich auch die Frage, ob die Abnahme des Freefloats durch ein Rückkaufprogramm überhaupt ein Problem darstellt, welchem mit entsprechenden Regelungen entgegengewirkt werden muss.

Gemäss dem Wortlaut von Rz. 8 wird für Rückkaufprogramme vorausgesetzt, dass dieses nicht zu einer Verletzung der Freefloat-Erfordernisse führt. Kein Hindernis besteht hingegen, wenn diese ohnehin schon verletzt sind. Jeder andere Ansatz würde auch dazu führen, dass gewisse Unternehmungen gar keine Rückkaufprogramme unter dem Rundschreiben durchführen könnten. Dies ist sicherlich ein Resultat, welches nicht wünschbar ist und diverse Unternehmungen und deren Aktionäre stark benachteiligen würde, da ihnen eine potentielle Ausstiegsmöglichkeit genommen wird.

Ob ein liquider Titel durch ein Aktienrückkaufprogramm illiquid wird bzw. der Freefloat abnimmt, lässt sich zu Beginn des Programms kaum voraussagen. Stellt man fälschlicherweise auf den Freefloat ab, so weiss man vor Beginn des Rückkaufprogramms nur dann etwas über die Verletzung der Freefloat-Grenzwerte, wenn die Grossaktionäre sich klar festlegen, wie sie sich verhalten werden. Die Freefloat-Erfordernisse würden im Übrigen nie verletzt, wenn die Nicht-free-float-Aktionäre mindestens pro-rata verkaufen. Wollte man aufgrund dieses untauglichen Massstabes sämtliche Rückkaufprogramme unterbinden, bei welchen eine theoretische Möglichkeit bestünde, dass die Grenzwerte verletzt werden könnten, würde die Möglichkeit von Rückkaufprogrammen in Frage gestellt.

Entsprechend ist u.E. auch Rz. 49 abzulehnen.

ad 2.4 Rz. 9

An der Anforderung, dass sich ein Rückkaufprogramm auf alle kotierten Beteiligungspapier beziehen muss, ist insoweit nichts auszusetzen, als mit „Beteiligungspapieren“ Aktien, Partizipationsscheine und Genussscheine gemeint sind. Vor dem Hintergrund der erfolgten Änderung in Art. 2 der Übernahmeverordnung-UEK per 1. Januar 2009, wo Wandelrechte und Erwerbsrechte auf Beteiligungspapiere (Optionsrechte) aus der Definition der „Beteiligungsrechte“ gestrichen wurden, gehen wir davon aus, dass Optionen und Wandelanleihen von Rz. 9 des Rundschreibens nicht erfasst sind. Eine explizite Ausnahme von Optionen und Wandelanleihen wäre jedoch zu begrüßen, denn ein Aktienrück-

kaufprogramm sollte sich wie bis anhin nicht auch auf allenfalls eine von der Gesellschaft begebene Wandelanleihe erstrecken müssen.

ad 2.5 Rz. 10-11

Das Verbot, Beteiligungspapiere ausserhalb eines laufenden Rückkaufprogramms zu kaufen, ist ein Kernproblem des vorliegenden Entwurfs.

Eine solche Regelung widerspräche der heute gelebten Praxis und führte zu grösseren Problemen. Häufig werden Beteiligungspapiere ausserhalb eines Programms gekauft, etwa zwecks Hedging, Absicherung von ESOP's, Erfüllung von bestehenden Verpflichtungen, Sicherstellung von Lieferverpflichtungen, Kurspflege u.a.

Wollte man solche Rückkäufe z.B. im Rahmen eines Rückkaufs zwecks Herabsetzung vornehmen, müsste man den Zweck erweitern, was wiederum steuerlich unzulässig ist bzw. - falls sich die derzeit geltende Steuerpraxis entgegen den Erwartungen änderte - zu einer Abführung der Verrechnungssteuer führt, obwohl keine Herabsetzung des Aktienkapitals in diesem Umfang stattfindet.

Die hier vorgeschlagene Variante nimmt nicht nur keine Rücksicht auf die steuerlichen Rahmenbedingungen, die im Rahmen eines Rückkaufes zwecks Herabsetzung keine anderen Zwecke erlauben, sondern auch keine Rücksicht auf die betriebliche Realität. Käufe und Verkäufe eigener Aktien können unter verschiedenen Prozessen gleichzeitig und am gleichen Tag vorkommen. So können Mitarbeiterbeteiligungspläne ereignisorientiert sein: Verlässt Mitarbeiter A die Gesellschaft, werden Aktien am Tag x verkauft, stösst Mitarbeiter B zur Gesellschaft, werden gleichentags Aktien gekauft. Das gleiche gilt für ein allfälliges dynamisches Delta-Hedging solcher Mitarbeiterpläne: In Abhängigkeit von der Kursentwicklung kauft oder verkauft die Gesellschaft eine entsprechende Anzahl Aktien. Ähnliches gilt für Kurspflegetransaktionen in illiquiden Titeln, welche die Gesellschaft durchführt, um den Aktionären einen geordneteren Handel zu bieten. In all diesen Fällen wäre die Meldung der Käufe und der Verkäufe im Rahmen des Rückkaufprogramms irreführend, da sie mit dem Zweck des Programms meist nichts zu tun hat und keinen Einfluss auf den Marktkurs hat.

Würde man solche Käufe von Aktien auf das Volumen eines Rückkaufprogramms anrechnen, würde dieses durch Käufe „aufgebraucht“, welche in keiner Weise einem auch nur einigermaßen relevanten temporären „Aus-dem-Markt-nehmen“ der Titel gleichkommt. Dies wird insbesondere bei Hedging-Transaktionen offensichtlich: Was heute gekauft wurde, kann im nächsten Augenblick wieder verkauft werden.

Hinzukommt, dass die organisatorischen Aspekte der in Rz. 11 vorgesehenen Meldepflicht in keinem Verhältnis zum „Informationsgewinn“ stehen.

ad 2.6 Rz. 12

Wir schlagen vor, im Rundschreiben keinen einen ausdrücklichen Verweis auf Art. 659 OR vorzusehen. Es ist fraglich, ob es Ihrer Kommission obliegt, die Einhaltung dieser Bestimmung seitens der Anbieter zu überprüfen. Es sei auch der Hinweis angebracht, dass ein Anbieter selbstverständlich die Kapitalschutzvorschriften des Obligationenrechts beachten

muss, wobei es der Revisionsstelle überlassen bleibt, zur jeweiligen Transaktion ggf. Vorbehalte anzubringen. Auch findet das Übernahmerecht auf ausländische Gesellschaften mit schweizerischer Verwaltung Anwendung, die im für sie anwendbaren Gesellschaftsrecht unter Umständen keine vergleichbare Bestimmung kennen. Schliesslich sollte vermieden werden, dass durch die Formulierungen im Rundschreiben Nr. 1 eine Interpretation für die Berechnung der 10-Prozent-Grenze gemäss Art. 659 OR indiziert wird, die von den Revisionsstellen, Rechtsberatern und Gesellschaften in der Praxis anders gelebt wird und sich so bewährt hat.

Auch die weiteren Ausführungen in Rz. 12 sollten unseres Erachtens keinen Eingang ins Rundschreiben Nr. 1 finden. Sie schränken die Flexibilität ein und sind aus steuerlicher Hinsicht nicht umsetzbar. So ist die erwähnte Variante der Veräusserung der eigenen Aktien über die ordentliche Linie aus steuerlicher Sicht aufgrund von Restriktionen der Eidgenössischen Steuerverwaltung für Transaktionen mit eigenen Aktien während offener spezieller Handelslinie nicht durchführbar. Die Gesellschaft könnte somit erst wieder Beteiligungspapiere zurückkaufen, wenn für eine entsprechende Anzahl auf der speziellen Linie erworbener Titel die mit der Kapitalherabsetzung verbundenen Fristen abgelaufen sind, sofern eine Kapitalherabsetzung überhaupt möglich ist. Hinzu kommt, dass die steuerlichen Folgen prohibitiv wären, sollte die Gesellschaft die eigenen Aktien nicht zum Zweck der Herabsetzung erworben haben.

ad 2.7 Rz. 16

Entgegen den Ausführungen in den Erläuterungen zum Entwurf kommt es mit der Verkürzung der Frist von neun auf sechs Monate nicht zu einer Angleichung mit den Fristen des Übernahme- und Gesellschaftsrechts, sondern zu einer weiteren Statuierung eines Ausnahmefalles. Wie schon die Professoren Böckli, Druet, Forstmoser, Hirsch und Nobel in ihrem Rechtsgutachten zu Handen der Schweizerischen Zulassungsstelle betreffend die Veröffentlichung von Zwischenabschlüssen in Emissionsprospekten (SZW 1993, S. 282 ff.) dargelegt haben, ist die Frist von sechs Monaten in Art. 652a Abs. 5 OR als eine Frist von neun Monaten zu lesen. Dies entspricht auch der heutigen Praxis. Ebenso kennt das Kotierungsreglement längere Fristen. Der aktuelle Vorschlag würde dazu führen, dass sämtliche Rückkaufprogramme jeweils ab dem 31. Dezember bzw. 30. Juni bis zur Publikation des Abschlusses (d.h. mehrere Wochen bis Monate) unterbrochen werden müssten. Das Resultat wäre, dass unter Umständen während des grösseren Teil des Jahres keine Rückkäufe durchgeführt werden könnten, was zu einer Totgeburt führen könnte.

Auch ist nicht ersichtlich, warum für den Handel im Rahmen eines Rückkaufprogramms andere Publikationsanforderungen an den Emittenten gestellt werden als für den normalen Börsenhandel. Die bestehenden Anforderungen der SIX Swiss Exchange im Rahmen des ordentlichen Reportings entsprechen dem Marktstandard und sind ausreichend. Warum während eines beispielsweise drei Jahre dauernden Rückkaufprogramms plötzlich das normale Reporting umgestellt werden soll (was ein massiver Eingriff wäre und das Problem nur reduziert, jedoch nicht löst), nur um ein einigermaßen vernünftiges, sich auch effektiv über grosse Teile des Jahres erstreckendes Rückkaufprogramm zu ermöglichen, ist nicht ersichtlich.

ad 2.8 Rz. 28-30

Die in Rz. 28 und 29 vorgesehenen Voraussetzungen für einen Rückkauf während einer Black-out-Periode sind zu strikt formuliert als dass sie in der Praxis von einem Anbieter akzeptiert würden. Es sollte zumindest möglich sein, mit Limiten zu arbeiten bzw. die Instruktionen regelmässig den Marktgegebenheiten anzupassen.

ad 2.9 Rz. 31

Im Zusammenhang mit der in Rz. 31 geforderten Bestätigung durch das Revisionsorgan ist sicherzustellen und sollte aus dem Rundschreiben klar hervorgehen, dass das Revisionsorgan des Anbieters in Bezug auf Rz. 28 und 29 keine Prüfungshandlungen bei der durchführenden Bank oder dem durchführenden Effektenhändler vornehmen muss. Alles andere würde zu einem unverhältnismässigen Aufwand und zu unverhältnismässigen Kosten auf Seiten der Gesellschaft und der durchführenden Bank bzw. des durchführenden Effektenhändlers führen. Zudem stehen die Banken doch unter Aufsicht und unter der Kontrolle der bankenrechtlichen Revisionsstelle.

Im in Rz. 30 vorgesehenen Fall, wo eine Bank oder ein Effektenhändler als Anbieter auftritt, ist auf das Erfordernis einer separaten Bestätigung durch das Revisionsorgan zu verzichten. Die Banken sind als regulierte Institute einer genügenden Aufsicht unterstellt, so dass es keiner zusätzlichen Bestätigung eines Revisionsorgans darüber bedarf, dass die Voraussetzungen von Rz. 30 eingehalten worden sind.

ad 2.10 Rz. 33

Wir begrüssen die neue Regelung in Rz. 33 sehr, wonach die Obergrenze bei 25% des Volumens des gleichen Tages oder des vorangegangenen Börsentags festgelegt wird. Im Sinne einer klareren Regelung schlagen wir vor, im Rundschreiben selbst - und nicht nur in den Erläuterungen - explizit festzuhalten, dass für die Ermittlung des Tagesvolumens auf das Volumen der ordentlichen **und** speziellen Handelslinie abgestellt wird.

ad 2.11 Rz. 35

Nebst Kaufaufträgen, die vor dem „Stop trading“ vom Anbieter an die Bank übermittelt wurden, sollten auch Aufträge, welche zuvor von der Bank ins Trading-System eingegeben wurden, ausgeführt werden dürfen. Die Ausnahme muss zudem auch für den Fall gelten, in dem der Effektenhändler den Kaufentscheid unabhängig fällt (im Rahmen der erhaltenen Instruktionen).

ad 2.12 Rz. 36

Eine Differenz von maximal 2% zwischen dem auf der ordentlichen Linie und dem auf der speziellen Handelslinie angebotenen Preis ist zu knapp bemessen. Die Kapitalkosten der Broker sind enorm angestiegen und die aufgeschobenen Zinskosten können insbesondere bei Titeln von kleineren und mittleren Gesellschaften dazu führen, dass sich für eine Preisdifferenz von 2% keine Verkäufer (Arbitrageure) auf der speziellen Handelslinie finden könnten.

Es mag zwar - wie in den Erläuterungen ausgeführt - gegenwärtig zutreffen, dass die Preisdifferenz in der Praxis kaum mehr als 1-2% beträgt; allerdings kann sich dies schnell ändern, sobald sich das Zinsumfeld wieder ändert, denn die Preisdifferenz wird vom Marktumfeld definiert. Die Preisdifferenz muss hoch genug sein, um die Zinskosten für die zeitlich verzögerte Verrechnungssteuer-Rückvergütung, die Kapitalkosten (Eigenkapitalunterlegung von Risikopositionen), Bearbeitungskosten und einen angemessenen Ertrag für den Arbitrageur zu ermöglichen. Sollten somit beispielsweise die Zinsen stark ansteigen, würde eine zu tief angesetzte Preisdifferenz die Rückkäufe auf der speziellen Handelslinie zum Erliegen bringen.

Wir schlagen vor, die maximal zulässige Preisdifferenz bei 5% zu belassen bzw. abzuschaffen. Die Preisdifferenz wird durch den Markt bestimmt: Sobald es für diesen genügend lukrativ ist, wird er die Arbitrage-Möglichkeit nutzen. Der Anbieter hat ohnehin kein Interesse, Kurse auf der speziellen Handelslinie zu stellen, welche über dem vom Markt geforderten Niveau liegen. Die Marktkräfte leisten somit aufgrund der transparenten Natur des Handels auf der speziellen Handelslinie Gewähr für einen angemessenen Preis.

ad 2.13 Rz. 39

Das Erfordernis einer Bestätigung der Bank sollte dergestalt eingeschränkt werden, dass sie sich ausschliesslich auf Käufe bezieht, welche die Bank selber abgewickelt hat. Denn die Bank hat es nicht in der Hand, ob der Kunde über eine Drittbank weitere Käufe abwickelt.

ad 2.14 Rz. 42-46

Unter dem neuen Kotierungsreglement ist vorgesehen, dass Dokumente, die der Zulassungsstelle einzureichen sind, auch ausschliesslich in Englisch verfasst werden können. Im Sinn einer Vereinheitlichung der Regelwerke schlagen wir die analoge Regelung für die Dokumente im Zusammenhang mit Rückkaufprogrammen vor.

Wir hoffen auf Ihr wohlwollendes Verständnis für unsere Anliegen.

Freundliche Grüsse
Schweizerische Bankiervereinigung



Renate Schwob

Christoph Winzeler

05. Juni 2009

Übernahmekommission
Selnaustrasse 30
Postfach
8021 Zürich

Treuhand-Kammer
Limmatquai 120
CH-8001 Zürich

Telefon +41 44 267 75 75
Telefax +41 44 267 75 85

Briefadresse:
Postfach 1477
CH-8021 Zürich

www.treuhand-kammer.ch
dienste@treuhand-kammer.ch

Zürich, 5. Juni 2009

Anhörung zum Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 der UEK: Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir danken Ihnen für die Möglichkeit, im Rahmen der öffentlichen Anhörung zum Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 der Übernahmekommission betreffend Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen Stellung nehmen zu können. Gerne nehmen wir diese Chance wahr und lassen Ihnen hiermit unsere Stellungnahme zukommen.

Als Berufsverband der Wirtschaftsprüfer und Steuerexperten beschränken wir uns darauf, diejenigen Ziffern des Rundschreibens zu kommentieren, welche unseren Berufsstand unmittelbar betreffen. Dabei handelt es sich namentlich um die Randziffern 27 bis 31. Die genannten Bestimmungen ermöglichen es einem Anbieter, unter gewissen Umständen Rückkäufe auch während einer black-out-Periode zu tätigen, verlangen dazu aber eine Beurteilung und Bestätigung des Revisionsorgans, wonach der Anbieter keine nicht allgemein zugängliche, preisrelevante Informationen ausnützt.

Wir stellen fest, dass in letzter Zeit vermehrt und in unterschiedlichsten Bereichen neue bzw. zusätzliche Aufgaben auf die Revisionsorgane übertragen werden. Dies geschieht teilweise im Rahmen von Gesetzesänderungen, teilweise aber auch auf der Stufe von Ausführungserlassen wie Behördenverordnungen oder Rundschreiben. Die Erweiterung der Aufgaben der Revisionsorgane mag in vielen Fällen sinnvoll sein, kommt diesen als unabhängiges Organ der betroffenen Gesellschaft doch eine besondere Stellung zu, welche sie für gewisse Aufgaben als besonders geeignet erscheinen lässt. Wir stellen uns deshalb nicht grundsätzlich gegen eine solche punktuelle Erweiterung der Aufgaben der Revisionsorgane.

Allerdings scheint es uns unerlässlich, dass in solchen Fällen die Aufgaben der Revisionsorgane eindeutig und klar definiert werden, sodass Missverständnisse und falsche Erwartungen (Stichwort "expectation gap") von vornherein vermieden werden können. Im Falle des vorliegenden Rundschreibens scheint uns dies nicht gegeben zu sein. So geht unseres Erachtens aus den Randziffern 28 bis 30 nicht deutlich genug hervor, worin der eigentliche Prüfungsgegenstand besteht und was der genaue Inhalt der auszustellenden Bestätigung sein soll.

Nach unserem Verständnis kann im Falle der Rz 28 der Prüfungsgegenstand einzig darin liegen, die während einer bestimmten Periode getätigten Rückkäufe zu ermitteln und mit dem im detaillierten Rückkaufprogramm für die gleiche Periode festgelegten Volumen zu vergleichen.

Im Falle von Rz 29 legt der Beauftragte das Rückkaufprogramm selber fest, wobei er durch den Anbieter in keiner Weise beeinflusst werden darf. Eine Verpflichtung des Beauftragten, das Rückkaufprogramm im Voraus festzulegen, ist nicht vorgesehen, womit die Möglichkeit eines Volumenvergleichs analog zu Rz 28 entfällt. Die Frage, ob der Beauftragte nicht in irgendeiner Weise durch den Anbieter beeinflusst worden ist, lässt sich sodann von Aussen kaum verlässlich beurteilen und kann daher in unseren Augen auch nicht Bestandteil eines Auftrags bzw. einer Bestätigung der Revisionsstelle sein.

Bezüglich der in Rz 30 vorausgesetzten Chinese Walls existieren im Rundschreiben "Marktverhaltensregeln" der FINMA allgemeine Vorgaben für Banken und Effektenhändler, welche als Beurteilungsmaßstab herangezogen werden können. Allerdings sollte der Prüfungsgegenstand unseres Erachtens auch hier präzisiert werden, indem die Übernahmekommission definiert, welche Daten durch Informationsbarrieren isoliert werden müssen.

Wir bitten Sie daher, die Randziffern 27 bis 31 des Rundschreibens im oben dargelegten Sinne zu präzisieren bzw. zu konkretisieren. Sollten Sie dabei unsere Unterstützung wünschen, stehen wir Ihnen selbstverständlich gerne zur Verfügung. Ebenso sind wir jederzeit bereit, Ihnen allfällige Rückfragen zu unserer Stellungnahme zu beantworten.

Freundliche Grüsse

TREUHAND  KAMMER


Albert Guntli
Direktor


Günter Buehler
Vizedirektor

8. Juni 2009

Übernahmekommission
Herrn Prof. Luc Thévenoz
Präsident
Selnaustrasse 30
Postfach
8021 Zürich

per Email an counsel@takeover.ch

Entwurf Rundschreiben Nr. 1 betreffend Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen – Vernehmlassung

Sehr geehrter Herr Präsident
Sehr geehrte Damen und Herren

Sie haben die interessierten Kreise am 27. April 2009 eingeladen, zum Entwurf eines neuen Rundschreibens (RS) Nr. 1 der Übernahmekommission (UEK) betreffend Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen Stellung zu nehmen. Gerne nimmt **SwissHoldings** – unsere Vereinigung umfasst u.a. 32 grosse schweizerische Publikumsgesellschaften, die zusammen die bedeutendste Emittentengruppe an der SIX Swiss Exchange ausmachen – die Gelegenheit wahr, sich wie folgt zu den vorgeschlagenen Neuerungen zu äussern.

Vorbemerkungen

SwissHoldings **begrüss**t grundsätzlich die Absicht der Übernahmekommission, die Regeln zur automatischen oder meldeweisen Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen den Bedürfnissen der Anbieter anzupassen sowie die geltende Praxis aufzunehmen. Dabei soll der **Standortattraktivität des Börsenplatzes Schweiz** Rechnung getragen werden und bisherige flexible Bestimmungen beibehalten bzw. weitere Flexibilisierungen ermöglicht werden. Die mit der laufenden Aktienrechtsrevision angestrebte **Erleichterung der aktiven Bewirtschaftung des Eigenkapitals** soll durch die Regeln der UEK zur Freistellung von Aktienrückkäufen unterstützt werden.

Mit Blick auf dieses zentrale Anliegen erachten wir **einige gewichtige Punkte des vorgeschlagenen RS als problematisch, da sie die Flexibilität der Emittenten unnötig einschränken**. Einige neue Bestimmungen dürften zudem in der Praxis zu **massiven Anwendungsschwierigkeiten** führen.

SwissHoldings ist deshalb der Überzeugung, dass das **UEK-RS Nr. 1 in folgenden Punkten angepasst werden** muss:

Beibehalten der generellen Freistellung

Ohne weitere Ausführungen soll die generelle Freistellung von Rückkäufen, die sich auf eine **Beteiligung von maximal 2% des Kapitals** beziehen (vgl. Ziff. II der UEK-Mitteilung Nr. 1), entfallen. Den Emittenten wird dadurch ein **sinnvolles und flexibles Mittel** weggenommen, welches insbesondere im Rahmen des Erwerbs eigener Aktien im Zusammenhang mit Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen verwendet werden konnte. Im Zusammenspiel mit dem neu vorgesehenen Verbot des Erwerbs eigener Aktien ausserhalb eines laufenden Rückkaufprogramms (vgl. hierzu Rn. 10) führt der Entfall der generellen Freistellung zu einer **übermässigen Einschränkung der Emittenten**. Diese Einschränkung ist weder nötig noch begründet und würde in der Praxis zu Anwendungsschwierigkeiten führen (Unterbrechen des Rückkaufprogramms, Zweckänderung, Start eines neuen Rückkaufprogramms).

SwissHoldings plädiert deshalb dafür, das flexible Instrument der generellen Freistellung für Rückkäufe, die sich auf maximal 2% des Kapitals beziehen, **unbedingt beizubehalten**.

Ad Rn. 4 (iVm Rn. 52 und 54) – Folgen der Einhaltung der „safe harbor“-Bestimmungen

Im Kontext mit den Bestimmungen in Rn. 52 und 54 erscheint die **Formulierung nicht klar**. Es sollte unbestritten sein, dass ein Rückkaufprogramm im Sinne eines Rechtsanspruchs freigestellt wird, wenn es die Voraussetzungen des RS – von der UEK selber als **„safe harbor“-Bestimmungen** bezeichnet – erfüllt (vgl. Rn. 3). Ebenfalls zu begrüssen ist die Möglichkeit der UEK, in einer Verfügung **zugunsten** des Emittenten von einzelnen Voraussetzungen abzuweichen und mithin ein Rückkaufprogramm freizustellen, auch wenn es nicht alle Voraussetzungen erfüllt.

Fraglich scheint demgegenüber, wie der letzte Satz in Rn. 4 sowie die Rn. 52 und 54 zu verstehen sind: Wird auf das Vorliegen einer Voraussetzung nicht verzichtet, erfüllt ein Rückkaufprogramm die Voraussetzungen der Freistellung nicht vollumfänglich und untersteht somit ohne Weiteres den Regeln über die öffentlichen Kaufangebote. **Aus Gründen der Rechtssicherheit sollte andererseits ausgeschlossen sein, dass ein Rückkaufprogramm trotz Erfüllens sämtlicher „safe harbor“-Voraussetzungen einer Angebotspflicht unterstellt werden kann.**

Sollte die UEK entgegen unserer Ansicht an dieser Möglichkeit festhalten, sollte im RS mindestens **in rechtsgenügender Klarheit definiert** werden, unter welchen **Voraussetzungen** die UEK Rückkaufprogramme trotz Erfüllens aller Freistellungsvoraussetzungen „ganz oder teilweise den allgemeinen Regeln über öffentliche Kaufangebote [zu] unterstellen“ wünscht.

Ad Rn. 6 – Mehrere Zwecke des Rückkaufprogramms

SwissHoldings **begrüssst** ausdrücklich die Ausdehnung in der Zwecksetzung, indem ein Rückkaufprogramm neu auch mehrere Zwecke verfolgen kann.

Allerdings muss bereits an dieser Stelle festgehalten werden, dass diese willkommene Erweiterung **nicht als Argument** benutzt werden darf, die **Möglichkeit des Erwerbs eigener Aktien ausserhalb des Rückkaufprogramms zu verbieten** (vgl. Rn. 10). Denn diese beiden Bestimmungen sind in ihrer Auswirkung nicht deckungsgleich. Zwar gewinnt ein Emittent theoretisch an Flexibilität, wenn er mehrere Zwecke mit einem Rückkaufprogramm verfolgen kann. Praktisch allerdings ist sehr fraglich, ob ein Emittent alle erdenklichen Verwendungszwecke bereits bei der Planung eines möglicherweise über mehrere Jahre laufenden Rückkaufprogramms abschätzen

kann. Bei der Fixierung der Zwecke müssen auch die möglichen unterschiedlichen Steuerfolgen des Erwerbs (z.B. Erwerb zur Kapitalherabsetzung, Erwerb zwecks Alimentierung einer Akquisition usw.) bedacht werden, so dass der Emittent bei jedem Erwerb im Rahmen des Rückkaufprogramms festhalten müsste, welchem Zweck die gerade erworbenen Aktien zugeführt werden.

Schliesslich ist SwissHoldings der Auffassung, dass die Anforderungen „**präzise und transparent**“ an die Umschreibung des Zwecks **zu einengend** sind. Gerade in Kombination mit dem – von SwissHoldings abgelehnten – Verbot des Erwerbs eigener Aktien ausserhalb des Rückkaufprogramms wäre eine gewisse Verallgemeinerung der Zweckumschreibung nötig. Der **Wortlaut der Rn. 6** sollte deshalb **angepasst** werden, um dieser Verallgemeinerung Rechnung zu tragen.

Ad Rn. 8 – Mindestschwelle des „free float“

SwissHoldings geht davon aus, dass sich der „free float“ nach **Art. 17 Abs. 5** des aktuell gültigen Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange berechnet, und nicht etwa von der Anzahl der tatsächlich gehandelten Aktien (Handelsvolumina) abhängen soll.

Ad Rn. 10 – Verbot des Erwerbs eigener Aktien ausserhalb des Rückkaufprogramms

Das mit diesem **neuen Verbot** verfolgte Ziel, sämtliche Rückkäufe im Rahmen eines laufenden Rückkaufprogramms zu tätigen, **erschwert das Instrument des Erwerbs eigener Aktien unnötigerweise**. Wie bereits vorne (vgl. ad Rn. 6) dargelegt, kann diese Einschränkung durch die Möglichkeit des Verfolgens mehrerer Zwecke im Rahmen eines Aktienrückkaufs nicht kompensiert werden. Ein Emittent wäre gezwungen, alle denkbaren, sich womöglich ökonomisch gar „widersprechenden“ Zwecke eines Rückkaufprogramms anzugeben und die maximale Anzahl zu erwerben beabsichtigter Aktien möglichst hoch anzusetzen, um während des laufenden Rückkaufprogramms genügend Flexibilität zu haben. Solches wäre **der beabsichtigten Transparenz abträglich**, abgesehen davon, dass es praktische und rechtliche Schwierigkeiten bezüglich Steuerfolgen des Erwerbs, Adressatenkreis des Rückkaufprogramms und Gleichbehandlung der Aktionäre zur Folge hätte. Wäre ein beabsichtigter Erwerb eigener Aktien nicht von der Zwecksetzung erfasst, müsste der Emittent das laufende Rückkaufprogramm abbrechen und – unter beträchtlichen Kostenfolgen zulasten der Aktionäre – ein neues Programm aufsetzen.

SwissHoldings ist deshalb der Überzeugung, dass **Rückkäufe wie bisher auch auf der 1. Handelslinie ausserhalb des Rückkaufprogramms möglich** sein müssen, wenn ein solches auf der 2. Handelslinie läuft. Die Transparenz eines solchen Erwerbs ist aufgrund von Rn. 37 sichergestellt.

Ad Rn. 12 – Überwachung der Einhaltung der 10%-Schwelle gemäss Art. 659 OR

Die UEK stützt ihre Kompetenz zur Überwachung der Einhaltung gesellschaftsrechtlicher Bestimmungen auf **Art. 37 UEV** (unzulässige Abwehrmassnahmen). Diese Kompetenz im Kernbereich des Übernahmeverfahrens lässt sich aber so **nicht auf weitere Bestimmungen ausdehnen**, die durch Aktienrückkäufe tangiert werden, aber nicht zum Kerngehalt des Übernahmerechts zu zählen sind. Unter dem Gesichtspunkt der politischen Legitimation ist es **rechtsstaatlich bedenklich**, wenn die Übernahmekommission Rechtsfolgen an die Verletzung von Art. 659 OR knüpft (den Unterbruch des Rückkaufprogramms). Im Weiteren ist zu beachten, dass **Art. 659 OR eine blosse Ordnungsvorschrift** ist. Der Gesetzgeber knüpft an die Verletzung

von Art. 659 OR keine unmittelbaren Rechtsfolgen, so dass in dieser Bestimmung eine **lex imperfecta** gesehen wird.

Das heisst nicht, dass die UEK offensichtliche Verstösse gegen klares Recht nicht beachten sollte. Aber gerade die Rechtsfolgen einer Verletzung der Vorschrift von Art. 659 OR sind nicht restlos geklärt. In diesem Zusammenhang ist zu erwähnen, dass bereits die **von der Übernahmekommission eingeleitete Praxis zu Art. 659 OR äusserst problematisch** ist.

Im Rahmen der **Aktienrechtsrevision** soll zudem das Verfahren zur Kapitalherabsetzung vereinfacht werden. Der GV-Beschluss kann neu auch ohne Vorliegen des besonderen Revisionsberichts vor Durchführung der Herabsetzung erfolgen (E-Art. 653n OR). Die Voraussetzungen, wie sie die UEK in ihrer Verfügung Partners Group Holding (Verfügung 408/01) festlegt, basieren auf dem aktuellen Aktienrecht und könnten mit der vorgeschlagenen OR-Vereinfachung nicht mehr erfüllt werden. Auch die Einführung des Kapitalbandes würde zu Divergenzen mit dieser UEK-Praxis führen.

SwissHoldings ist deshalb der Auffassung, dass ein Rundschreiben zur Festlegung der Voraussetzungen zur Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen **nicht der richtige Ort** ist, eine Ordnungsvorschrift des Aktienrechts durchzusetzen. Eine Ergänzung des Rechtsfolgeregimes für Art. 659 OR hat im **ordentlichen Gesetzgebungsverfahren** zu erfolgen und darf nicht durch eine Regelung im Übernahmerecht seitens einer Vollzugsbehörde geschehen. **Rn. 12 des Entwurfes ist entsprechend ersatzlos zu streichen.**

Ad Rn. 16 und 26 – Stichtag des letzten veröffentlichten Abschlusses

Besonders für **Gesellschaften, die keine Quartalsabschlüsse publizieren**, würde die Verkürzung der Frist von 9 auf 6 Monate zu **erheblichen Problemen** führen. Damit würde eine **neue „black out“-Periode** geschaffen, solange – nach Ablauf der Frist von 6 Monaten seit dem Stichtag des letzten veröffentlichten Abschlusses – der neue Abschluss noch nicht veröffentlicht ist. Das ist nicht sachgerecht, zumal in Rn. 14 und 24 (Erwerbsverbot während andauerndem Bekanntgabeaufschub) einem allfälligen Informationsdefizit der Aktionäre genügend Rechnung getragen wird. **SwissHoldings** ist deshalb für die **Beibehaltung der bisher gültigen 9-Monats-Frist**.

Ad Rn. 22 – Befristung des Rückkaufprogramms zu Marktpreisen

Wenn aus Gründen der Transparenz Rückkaufprogramme zu befristen sind, dann kann die **Befristung als solche verlangt** werden. **Festlegung der maximalen Dauer im RS** ist dagegen **unnötig einschränkend**, selbst wenn – bzw. gerade weil – in der Praxis Rückkaufprogramme meistens weniger als 3 Jahre lang dauern.

Ad Rn. 28 und 29 – Outsourcing der Durchführung

SwissHoldings **begrüss**t nachdrücklich die Schaffung von Ausnahmen zum Erwerbsverbot während sog. **„black out“-Perioden**, weil sie für den Anbieter die Möglichkeit des Rückkaufs eigener Aktien wirksam flexibilisieren.

Allerdings sollte das **Outsourcing der Durchführung auch bloss zeitweise** erfolgen können. Gerade im Rahmen eines über mehrere Jahre laufenden Rückkaufprogramms können sich die Voraussetzungen ändern, so dass ein Emittent die (weitere) Durchführung auf eine Bank/einen Effektenhändler übertragen möchte. In einem solchen Fall sollten die Ausnahmetatbestände zum Erwerbsverbot ebenfalls Anwendung finden. Dies scheint umso gerechtfertigter, als Emittenten ausserhalb des Bankensektors auch noch über eine dritte Ausnahmesituation, die „Chinese Walls“ verfügen (vgl. Rn. 30), welche anderen Emittenten nicht zusteht.

Nicht eingeführt werden sollte das Erfordernis der besonderen Bestätigung durch die Revisionsstelle, dass die Voraussetzungen gem. Rn. 28 und 29 eingehalten worden sind (vgl. Rn. 31). Anstelle dieser Bestätigung wäre es der UEK unbenommen, vom Emittenten die entsprechenden Dokumente einzuverlangen (insbesondere Bankauszüge über getätigte Rückkäufe, Vereinbarungen mit Bank u.ä.). Allenfalls wäre auch eine „Bestätigung des Börsenteilnehmers“ in Analogie zu Rn. 39 denkbar.

Ad Rn. 33 – Beschränkung der Berechnungsbasis für das maximale Rückkaufsvolumen

Der Erläuterungsbericht begründet die vorgeschlagene Änderung mit Berechnungsschwierigkeiten bei Small- und Midcaps mit stark schwankender Liquidität. Obschon davon einige Gesellschaften betroffen sein mögen, **sollte man diese Volatilität nicht zum regelbegründenden Umstand machen, sondern Ausnahmen für die Berechnung bei geringer Liquidität festlegen**. Um folglich nicht jene Publikumsgesellschaften mit stetiger und hoher Liquidität in allfälligen Rückkaufprogrammen zu beeinträchtigen (praktische Handhabung der Berechnung und Kontrolle der Einhaltung der Volumengrenze), sollte die **bisherige Bestimmung beibehalten** werden. Will man eine einheitliche Regelung haben, könnte allenfalls erwogen werden, auf die Volumen der letzten 10 Handelstage innert der vergangenen 30 Börsentage zurück zu greifen, mit einer „escape-clause“ im Sinne des Vorschlags der UEK, falls die Volumen stark fluktuieren.

Ad Rn. 36 – Preisdifferenz zur speziellen Handelslinie

Die Einengung der Marge von 5% auf 2% wird im Erläuterungsbericht nicht begründet. Die Feststellung, dass in der Praxis die Margen kaum je mehr als 1 bis 2% betragen, lässt in erster Linie darauf schliessen, **dass der Markt selber die richtige Preisdifferenz finden kann**. Tendenziell hat ein Emittent sowieso ein Interesse daran, für die Rückkäufe nicht zuviel auf den offiziellen Kurs draufzuzahlen. Gerade bei höherem Zinsniveau kann allerdings ein Interesse einer höheren Differenz bestehen. **Die bisherige Regelung von 5% hat sich jedenfalls bewährt**, und es ist deshalb nicht ersichtlich, weshalb die Marge nun eingeeengt werden sollte.

Ad Rn. 40 – Publikation des Angebotsinsetrates

Im Interesse einer einheitlichen Rechtsanwendung wäre eine **Angleichung der Terminologie** an die Ad hoc-Publizitäts-Richtlinie der SIX Swiss Exchange wünschenswert. Anstelle von „nationaler Verbreitung“ müsste es dann heissen „nationale Bedeutung“. Sodann müssten die „Informationsdienstleister“ durch „bei professionellen Marktteilnehmern verbreitete elektronische Informationssysteme (z.B. Bloomberg, Reuters, Telekurs)“ ersetzt werden. Analog wäre „Informationsdienstleister“ auch in Rn. 45 zu ersetzen.

Ad Rn. 42 – Sprache des Angebotsinserats

Die Anforderung, dass Angebotsinserate auf Deutsch und Französisch abzufassen sind, ist zwar eine Umsetzung von Art. 18 Abs. 1 UEV. Sie entspricht aber nicht mehr dem Zeitgeist. Namentlich wenn berücksichtigt wird, dass unter dem neuen Regime des Kotierungsreglements zur Vereinheitlichung und Vereinfachung sämtliche Dokumente, die dem Regulatory Board bzw. der SIX Exchange Regulation eingereicht werden, alternativ in Deutsch, Französisch, Italienisch oder Englisch verfasst werden können, leuchtet wenig ein, dass ein Angebotsinserat für ein Rückkaufprogramm nur in Deutsch und Französisch, nicht aber auch in Englisch oder Italienisch verfasst werden können soll.

SwissHoldings fordert deshalb, dass **Angebotsinserate alternativ auch in Englisch** verfasst werden können.

Bestimmungen zum Inkrafttreten, Übergangsbestimmungen

SwissHoldings ist der Auffassung, dass sich ein **neues RS nur pro futuro**, d.h. auf erst nach Inkrafttreten des RS angekündigte Rückkaufprogramme auswirken kann. Andernfalls müsste eine differenzierte Betrachtung bezüglich des Inkrafttretens je nach Regelungsgehalt (Verfahrensregel oder materielle Regel) der einzelnen neuen Bestimmungen erfolgen.

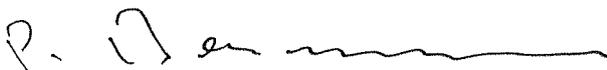
SwissHoldings ist klar der Auffassung, dass **die vorstehenden Ausführungen zu einer Anpassung des RS Nr. 1 führen müssen**, um die Flexibilität der Emittenten wirksam zu gewährleisten bzw. nicht unnötig einzuschränken. Wir sind überzeugt, dass durch die vorgeschlagenen Anpassungen **Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit sowie Treu und Glauben von Aktienrückkaufprogrammen gewährleistet** bleiben.

Wir danken Ihnen für die Möglichkeit zur Stellungnahme und für die Berücksichtigung unserer Anliegen. Für eine weiterführende Besprechung unserer Vorbringen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen

SwissHoldings

Geschäftsstelle



Dr. Peter Baumgartner
Vorsitzender der Geschäftsleitung



Silvan Jampen
Fürsprecher, M.B.L.-HSG

cc SH-Komitee

Übernahmekommission (UEK)
Selnaustrasse 30
Postfach
CH-8021 Zürich

Enrico Friz
Partner
Rechtsanwalt
Direkt +41 44 498 95 99
efriz@wwp.ch

Dr. Urs Gnos
Partner
Rechtsanwalt
Direkt +41 44 498 95 39
ugnos@wwp.ch

Dr. Markus Pfenninger
Partner
Rechtsanwalt
Direkt +41 44 498 95 34
mpfenninger@wwp.ch

Zürich, 8. Juni 2009 EFR/UGN/MPF

Vernehmlassung zum Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 der Übernahmekommission: Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen

Sehr geehrter Herr Präsident

Sehr geehrte Damen und Herren

Die Übernahmekommission („**UEK**“) hat den in der Betreffzeile genannten Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 „Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen“ vom 24. April 2009 (der „**Entwurf**“) inklusive der Erläuterungen zuhanden interessierter Kreise in die Anhörung geschickt. Die bisherige Mitteilung Nr. 1 der UEK „Rückkäufe von Beteiligungspapieren“ vom 28. März 2000 (die „**Mitteilung**“) ist im Laufe der Zeit infolge der rasanten Entwicklung der Finanzmärkte zweifellos anpassungsbedürftig geworden.

Wir danken Ihnen für die Gelegenheit zur Stellungnahme und unterbreiten Ihnen im Folgenden gerne unsere Kommentare und Vorschläge zu den einzeln erwähnten Randnoten.

A. Zu den einzelnen Randnoten

Ad Randnote [1]:

Wir begrüssen die gegenüber der vorgehenden Fassung präzisere und klarere Formulierung des einleitenden Absatzes betreffend die öffentliche Kaufangebote darstellenden Rückkaufprogramme.

Zur weitergehenden Konkretisierung würde es sich – analog Art. 2 lit. a UEV und vor dem Hintergrund des per 1. Januar 2009 geänderten Art. 2 der Übernahmeverordnung-UEK – anbieten, in dem Rundschreiben auch noch die als Beteiligungspapiere in Frage kommenden Beteiligungsformen näher zu definieren, d.h. Aktien, Partizipations- und Genussscheine.

Ein klärender Hinweis auf die Erfassung der praktischen Handhabung im Zusammenhang mit Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen (Employee Stock Ownership Plan, ESOP) und ähnlichen Projekten würde zur Rechtssicherheit und zur allgemeinen Anwenderfreundlichkeit beitragen (Abgrenzung im Hinblick auf die Absicht des Erwerbs eigener Beteiligungspapiere).

Ad Randnote [3]:

Im neuen Rundschreiben wird auf eine generelle Freistellung – bisher 2% - verzichtet. Soweit ersichtlich würden damit z.B. auch Deckungskäufe der Anbieterin für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme dem Rundschreiben unterstellt, soweit diese ein öffentliches Kaufangebot gemäss Art. 2 lit. e BEHG darstellen. Für solche und ähnlich gelagerte Fälle wäre eine Mindestschwelle zwecks genereller Freistellung zweifellos praktikabler als das Abstellen auf Praxis und Lehre zur Bestimmung eines öffentlichen Kaufangebots.

Ad Randnote [6]:

Der Hinweise zur Transparenz des Zwecks oder der Zwecke ist begrüssenswert, wenn er sich in erster Linie auf Inhalt und Publikation des Angebotsinserats bezieht (vgl. Randnote 40ff.). Es ist u.E. zumindest fraglich, ob eine hinreichende gesetzliche Grundlage zur Beurteilung der aktienrechtlichen Transparenzbestimmungen besteht, welche der UEK Kognition zur Beurteilung der aktienrechtlichen Publizitätsbestimmungen erteilen würde (so aber die Praxis in Verfügung 408/01, Partners Group, S. 5).

Ad Randnote [7]:

Die Ergänzung betreffend Änderungen der Kontrollverhältnisse kann als Kodifizierung der herrschenden Praxis betrachtet werden und ist als solche begrüssenswert.

Ad Randnote [8]:

Es ist zumindest fraglich, ob man die Unterschreitung von Mindestschwellen (welche zur Dekotierung eines Titels führen können) gemäss den einschlägigen Börsenreglementen der betreffenden Börsen zur generellen Voraussetzung aller Aktienrückkaufprogramme

machen sollte, da diese Erfordernisse ja bereits in den erwähnten Börsenreglementen statuiert und eingehend geregelt sind (unter diesem Aspekt sollte auch Randnote 49 des Entwurfes überdacht werden). Aus diesem Grund sollte man sich überlegen, ob man nicht ganz auf diesen Verweis verzichten möchte.

Ad Randnote [10]:

Die Regelung der Randnote 10 erscheint zu apodiktisch und dürfte kaum praktikabel sein. Es ist nicht realistisch, zu erwarten, dass ein Anbieter jedwede Eventualität vor Lancierung eines Rückkaufprogrammes korrekt einplant bzw. einplanen kann (vgl. Kommentar 10 der Erläuterungen zur Revision der Mitteilung Nr. 1). In dieser Beziehung dürfte auch die in Randnote 1 erwähnte Möglichkeit, dass ein Rückkaufprogramm mehrere Zwecke verfolgen kann nicht zu einer genügenden Flexibilität führen. Zu denken ist hier insbesondere an Käufe von Beteiligungsrechten zum Zwecke des Hedgings bzw. der Absicherung oder zur Kurspflege etc.

Ad Randnote [12]:

Eine gesetzliche Grundlage zur generellen Beurteilung der Einhaltung aktienrechtlicher Kapitalschutzbestimmungen durch die UEK besteht unseres Erachtens nicht. Die beschränkte Kognition der UEK betreffend offensichtliche Gesellschaftsrechtsverletzungen gestützt auf Art. 29 Abs. 3 BEHG i.V.m. Art. 37 UEV bezieht sich ausschliesslich auf Abwehrmassnahmen bei öffentlichen Übernahmeangeboten. Die Regelung der Anwendung von aktienrechtlichen Gläubigerschutzbestimmungen wie Art. 659 ff. OR entspricht denn auch nicht dem eigentlichen Zweck des Rundschreibens, welches die Umgehung von börsenrechtlichen Prinzipien der Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit sowie Treu und Glauben gewährleisten und damit in erster Linie zur Verhinderung von Marktmissbrauch dienen soll (vgl. Randnote 2 des Entwurfs). Die Frage, ob die aktienrechtliche Bestandesgrenze eingehalten wird oder nicht, sollte mit anderen Worten für den Entscheid der Freistellung eines Aktienrückkaufprogramms keine Rolle spielen.

Unabhängig von der Frage nach der (fehlenden) gesetzlichen Grundlage, dürfte es sich bei Überschreitung der 10%-Bestandesgrenze von Art. 659 Abs. 1 OR im Rahmen eines Rückkaufs zwecks Kapitalherabsetzung wohl kaum je um eine offensichtliche Verletzung

des Gesellschaftsrechts im von der UEK verstandenen Sinn¹ handeln. So ist in der Lehre stark umstritten, ab welchem Zeitpunkt die 10%-Bestandesgrenze im Zusammenhang mit einem Aktienrückkauf zwecks Kapitalherabsetzung nicht mehr einzuhalten ist, d.h. ob der erleichterte Rückkauf (i) bereits unmittelbar nach einem Grundsatzbeschluss der GV², (ii) nach der zweimonatigen Sperrfrist gemäss Art. 733 OR,³ oder (iii) gar erst mit bzw. nach Eintragung in das Handelsregister⁴ erfolgen darf. Zum Teil wird sogar die Auffassung vertreten, dass die 10%-Bestandesgrenze mittels einfachem GV-Beschluss abgeändert werden kann⁵. Die Beantwortung der Frage dürfte ausserdem vor allem davon abhängen, ob im betreffenden Zeitpunkt das zweite Erfordernis von Art. 659 Abs. 1 OR, d.h. das Erfordernis frei verwendbarer Mittel, weiterhin Anwendung findet. Ein Zuwarten bis zur Sicherstellung bzw. Befriedigung der angemeldeten Gläubiger (wie von der UEK verlangt) wäre wohl kaum gerechtfertigt, wenn der Rückkauf der Aktien auch nach dem Grundsatzbeschluss weiterhin aus frei verwendbaren Mitteln finanziert werden muss (was in der Lehre mehrheitlich gefordert wird).

Die Praxis der UEK hat überdies zur Folge, dass das Verfahren bei einem Rückkaufprogramm zwecks Kapitalherabsetzung im Umfang von mehr als 10% im Vergleich zur bisherigen Praxis erheblich aufwändiger wird (zusätzlicher Revisionsbericht beim Grundsatzbeschluss und Schuldenruf sowohl nach dem Grundsatzbeschluss als auch nach dem Kapitalherabsetzungsbeschluss). Das in Randnote 12 des Entwurfes beschriebene Verfahren wäre bei Inkrafttreten der grossen Aktienrechtsrevision und damit der Einführung des Kapitalbandes⁶ bzw. Revision des Kapitalherabsetzungsverfahrens⁷ bereits wieder überholt.

¹ Gemäss Praxis der Übernahmekommission liegt eine offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechts vor, wenn "die Verletzung des formellen oder materiellen Gesellschaftsrechts qualifizierter Art und aufgrund einer summarischen Prüfung relativ leicht erkennbar" ist (vgl. *Empfehlung V vom 23. August 2005 in Sachen Saia-Burgess Electronics Holding AG, Erw. 1.3.2*)

² Böckli, Schweizer Aktienrecht, Zürich 2004, § 4 N 267, 294; Von Planta/Iffland, Rachats d'actions de sociétés cotées – problèmes actuels et évolution de la pratique, in: *Wirtschaftsrecht zu Beginn des 21. Jahrhunderts: Festschrift für Peter Nobel zum 60. Geburtstag*, Bern 2005, S. 277-311, 305f.; Dieses Vorgehen hat beispielsweise die UBS bereits mehrfach angewandt. vgl. z.B. Traktandum 5.2 der Einladung zur ordentlichen GV 2004.

³ Handkomm-Dubs, OR 733 N 19.

⁴ Heinzmann, Die Herabsetzung des Aktienkapitals, Diss. Fribourg 2004, 204.

⁵ Werlen/Sulzer, Erwerb eigener Aktien, in: Vogt/Stupp/Dubs (Hrsg.), *Liber Amicorum für Rolf Watter*, Zürich 2008, 503.

⁶ Einholung der Prüfungsbestätigung und Schuldenruf sollen neu vor Einführung des Kapitalbandes durch GV erfolgen (E Art. 653w Abs. 1 OR). Nach Einführung des Kapitalbandes ist die 10%-Bestandesgrenze (ohne Einhaltung weiterer Verfahrensvor-

Fortsetzung auf nächster Seite

Aufgrund der obigen Ausführungen empfehlen wir daher, Randnote 12 des Entwurfes vollständig zu streichen.

Ad Randnote [16]:

Eine Verkürzung der Frist von bisher neun auf neu sechs Monate kann in der Praxis (vor allem im Zusammenhang mit Randnote 26) zu Unterbrüchen des Rückkaufs führen. Die Aktienrückkaufprogramme müssten; je nach dem, unter dem Diktat der Sechsmonats-Frist bis zur Publikation eines neuen (Halb-)Jahresberichts während längerer Zeit unterbrochen werden. Der mit der Verkürzung beabsichtigten Angleichung der Fristen des Übernahme- und Gesellschaftsrechts (vgl. Kommentar 16 der Erläuterungen zur Revision der Mitteilung Nr. 1) stünde damit der schwerer wirkende Nachteil eines ineffizienten Aktienrückkaufprogrammes gegenüber.

Ad Randnote [22]:

Eine Beschränkung der Dauer des Rückkaufprogrammes aus Gründen der Transparenz erscheint sinnvoll. Wir gehen davon aus, dass eine Verlängerung der ursprünglichen Maximaldauer im Rahmen einer Änderung des Rückkaufprogrammes (vgl. Randnote 43 des Entwurfes) möglich ist. Allenfalls sollte man diesbezüglich eine Ergänzung anbringen.

Ad Randnote [26]:

Vgl. obige Hinweise zur Randnote 16.

Ad Randnote [29]:

Der Klarstellung halber sollte in Randnote 29 ergänzt werden, dass im Falle der Beauftragung einer Bank oder eines Effekthändlers mit der Durchführung des Rückkaufprogramms der Emittent das Rückkaufprogramm jederzeit und ohne Angabe von Gründen stoppen und (unabhängig von allfälligen black-out Perioden) später wieder aufnehmen kann.⁸

schriften) nicht mehr auf den Erwerb von zur Vernichtung bestimmten eigenen Aktien anwendbar; vgl. dazu Gericke, Das Kapitalband, GesKR Sondernummer 2008, 38-44, 42.

⁷ Nur noch 1-Monat Sperrfrist und Pflicht zur Sicherstellung entfällt, wenn Erfüllung der Forderung durch Herabsetzung des Kapitals nicht gefährdet wird (E Art. 653k Abs. 2 und 3 OR).

⁸ Vgl. Empfehlung in Sachen Swiss Life Holding vom 27. März 2008, Rn 21.

Ad Randnote [33]:

Wir halten dafür, dass man die in der Erläuterung zu findende Konkretisierung, wonach die Bezugsgrösse auf das gesamte Tagesvolumen der ordentlichen und speziellen Handelslinie abstellt, in das Rundschreiben aufnimmt (vgl. Kommentar 33 der Erläuterungen zur Revision der Mitteilung Nr. 1).

Ad Randnote [36]:

In Zeile 4: statt ‚spezielle Handelslinie‘ sollte es heissen ‚speziellen Handelslinie‘.

Ad Randnote [40]:

Die Präzisierungen im Entwurf in Bezug auf Art und Zeitpunkt der landesweiten Verbreitung des Angebots sind für die Benutzer von Vorteil. Zusätzlich sollte man – dem generellen Trend folgend – in Betracht ziehen, dass die entsprechenden Dokumente auch in englischer Sprache veröffentlicht werden können.

Ad Randnote [41]:

Vgl. obige Hinweise zur Randnote 40.

Ad Randnote [42]:

Vgl. obige Hinweise zur Randnote 40.

Ad Randnote [43]:

Insbesondere bei zeitlich längeren Rückkaufprogrammen nach Randnoten 28 und 29, welche mit Verfügung der UEK freigestellt worden sind, können sich Änderungen des Auftragsverhältnisses (Randnote 28) bzw. der Delegationsvereinbarung (Randnote 29) zwischen Anbieter und Bank oder Effekthändler aufdrängen. In den Erläuterungen der UEK zu Randnote 43 wird erwähnt, eine Änderung erfolge grundsätzlich im gleichen Verfahren wie die ursprüngliche Freistellung. Der Wortlaut von Randnote 43 ist indessen breiter gefasst und zu begrüssen. So sollten Änderungen (im Vertragsverhältnis zwischen Anbieter und Bank oder Effekthändler) im Meldeverfahren erledigt werden können, falls solche Änderungen die Voraussetzungen von Randnoten 28ff. erfüllen (so auch Randnote 50).

Ad Randnote [46]:

Zusätzlich sollte man überlegen, ob die entsprechenden Dokumente nicht auch in englischer Sprache veröffentlicht werden können (vgl. obige Hinweise zur Randnote 40).

Ad Randnote [47]:

Vgl. obige Hinweise zur Randnote 3.

Ad Randnote [48]:

Vgl. obige Hinweise zur Randnote 12.

Ad Randnote [49]:

Vgl. obige Hinweise zur Randnote 8.

Abschliessend möchten wir uns noch einmal für die Möglichkeit zur Stellungnahme bedanken und ersuchen Sie höflich, unsere Begehren bzw. Anregungen gebührend zu berücksichtigen. Gerne stehen wir Ihnen für allfällige Rückfragen und Ergänzungen zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen



Enrico Friz



Urs Gnos



Markus Pfenninger



Übernahmekommission
Selnaustrasse 30
Postfach
CH-8021 Zürich

Zürich, 7. Juni 2009

Rechtsanwälte
Attorneys-at-law
www.bng.ch

Michael Bader
Rechtsanwalt

Dr. Regina Natsch
Rechtsanwältin

Kathrin Straub
Rechtsanwältin

Oliver Gnehm
Rechtsanwalt
MSc (LSE)

Esther Scheitlin
Rechtsanwältin

Christoph Ogi
Of Counsel
(Real Estate/M&A)
Betriebsökonom HWV

Stellungnahme zur Revision der Mitteilung Nr. 1 der UEK

Sehr geehrte Damen und Herren

Gerne nehme ich zum Entwurf des Rundschreiben Nr. 1 ‚Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen‘ der Übernahmekommission („UEK“) vom 24. April 2009 („Entwurf“) innert Frist Stellung.

Meine Stellungnahme beschränkt sich dabei auf die im Entwurf vorgesehene Voraussetzung, dass während der gesamten Dauer eines Rückkaufprogramms die Voraussetzungen des Art. 659 OR eingehalten werden müssen (vgl. insbesondere Rz 12 des Entwurfs).

Member of
LAWORLD
www.lawworld.com

Member of
SwissLegalDesk
www.swisslegaldesk.ch

I. Prüfung der Einhaltung der Voraussetzungen durch die UEK

1. Regelung gemäss Entwurf

Unter Ziffer I ('Gemeinsame Voraussetzungen für alle Rückkaufprogramme') sieht der Entwurf in Rz 12 vor, dass - unabhängig vom Volumen des Rückkaufprogramms - der Anbieter während der gesamten Dauer des Rückkaufprogramms die Voraussetzungen des Art. 659 OR einzuhalten habe. Sobald der Grenzwert von 10% gemäss Art. 659 OR Abs. 1 erreicht wird, müsse ein Rückkaufprogramm unterbrochen werden, bis entweder eine ausreichende Anzahl von Beteiligungspapieren veräussert oder die notwendigen Schritte für eine Kapitalherabsetzung vollzogen wurden. Weiter sieht der Entwurf vor, dass im Falle einer Kapitalherabsetzung das Rückkaufprogramm erst dann (wieder) aufgenommen werden könne, wenn die Generalversammlung, gestützt auf einen Prüfungsbericht gemäss Art. 732 Abs. 2 OR, die Kapitalherabsetzung beschlossen hat, der Schuldenruf gemäss Art. 733 OR erfolgt ist, zwei Monate nach dem dritten Schuldenruf verstrichen sind und die angemeldeten Gläubiger befriedigt oder sichergestellt sind.

2. Gesellschaftsrechtlich Voraussetzungen des Erwerbs eigener Aktien

Gemäss Art. 659 Abs. 1 OR darf eine Gesellschaft eigene Aktien nur dann erwerben, wenn frei verwendbares Eigenkapital in der Höhe der dafür notwendigen Mittel vorhanden ist und der gesamte Nennwert dieser Aktien 10% des Aktienkapitals nicht übersteigt. Weiter hat die Gesellschaft gemäss Art. 659a OR für ihre eigenen Aktien einen dem Anschaffungswert entsprechenden Betrag gesondert als Reserve auszuweisen.

Wie die UEK richtig festgehalten hat, sind diese Bestimmungen nicht börsensonder gesellschaftsrechtlicher Natur (vgl. etwa Verfügung 4008/01 der UEK vom 2. April 2009 i.S. Partners Group Holding AG, S. 3). Die Obergrenzen gemäss Art. 659 OR werden aufgrund des Wortlauts von der h.L. als blosse Ordnungsnorm qualifiziert. Sowohl das Verpflichtungs- wie auch das Verfügungsgeschäft im Zusammenhang mit dem Erwerb eigener Aktien sind somit gültig und insbesondere nicht nichtig, wenn (nur) diese Obergrenzen überschritten werden (vgl. etwa CHK-H.R. TRÜEB, OR 659 N 24). Eine Gesellschaft kann also gültig eigene Aktien auch unter Missachtung der Obergrenzen gemäss Art. 659 OR erwerben, selbst wenn die Voraussetzungen der Kapitalherabsetzung gemäss Art. 732ff. OR nicht erfüllt sind (insofern zumindest missverständlich die Erläuterungen zu Rz 12 des Entwurfs: „Le déplacement de la limite de 10% du capital-actions n'est donc possible que si les exigences des art. 732 et suivants CO sont respectées...“). Mit Überschreiten der Obergrenzen aktualisiert sich aber eine Handlungspflicht des Verwaltungsrates, diejenigen Aktien, welche über der Obergrenze liegen, wieder zu veräussern.

3. Umgehung von Gesellschaftsrecht?

Gemäss der Übernahmeverordnung vom 21. August 2008, kann die UEK den Anbieter von der Beachtung der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote befreien, wenn Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit sowie Treu und Glauben gewährleistet sind und überdies keine Hinweise auf eine Umgehung des Börsengesetzes oder anderer Gesetzesbestimmungen vorliegen.

In der Verfügung 4008/01 vom 2. April 2009 i.S. Partners Group Holding AG, S. 3, hat die UEK im Zusammenhang mit Art. 659 OR festgehalten, dass sie im Rahmen der Prüfung von Angeboten bei Verletzung von Gesellschaftsrecht dann eingreift, wenn die Verletzung ‚offensichtlich‘ ist, wobei auf die Praxis der UEK hingewiesen wurde, dass eine offensichtliche Verletzung dann vorliege, wenn „...die Verletzung des formellen oder materiellen Gesellschaftsrechts *qualifizierter Art* und aufgrund einer summarischen Prüfung relativ leicht erkennbar ist“.

Grundsätzlich ist festzuhalten, dass die Verletzung einer Ordnungsvorschrift, wie sie Art. 659 Abs. 1 OR hinsichtlich der 10%-Obergrenze statuiert, als solche weder eine qualifizierte Verletzung noch eine Umgehung des Gesellschaftsrechts darstellen kann, da ein Erwerb eigener Aktien über 10% des Aktienkapitals weder verboten ist noch zur Nichtigkeit des entsprechenden Rechtsgeschäfts führt. Anders wäre im Zusammenhang mit dem Rückkauf eigener Aktien etwa dann zu entscheiden, wenn der Erwerb mittels gebundenem Eigenkapital erfolgen würde, da dies gemäss h.L. die Nichtigkeit des Rechtsgeschäfts zu Folge hätte (vgl. etwa CHK-H.R. TRÜEB, OR 659 N 25, m.w.H.). Daraus folgt, dass die Einhaltung der 10%-Obergrenze gemäss Art. 659 OR (nicht aber notwendigerweise der anderen Voraussetzungen des Art. 659 OR) grundsätzlich nicht Teil der Prüfung von Freistellungsgesuchen bilden sollte und die Rn 12 des Entwurfs ersatzlos gestrichen werden sollte. Die Einhaltung der 10%-Obergrenze von Art. 659 OR und die entsprechenden Rechtsfolgen bei einer Missachtung sind vielmehr durch den Richter im Rahmen eines allfälligen Zivilprozesses zu prüfen. Die UEK hat lediglich dann einzugreifen, wenn die Verletzung des Gesellschaftsrechts wirklich offensichtlich und damit nichtig ist oder ein klarer Verstoss gegen den Grundsatz von Treu und Glauben vorliegt. Dies stünde auch im Einklang damit, dass ein nichtiges Rechtsgeschäft jederzeit und von jedermann (und damit auch von der UEK) geltend gemacht werden kann.

Wollte man der im Entwurf vorgesehenen Kompetenz der UEK zur Prüfung der Einhaltung von Art. 659 OR - entgegen der hier vertretenen Auffassung - folgen, könnte dies zudem im Falle einer Zweckänderung eines Rückkaufprogramms (d.h. wenn die ursprünglich zur Vernichtung vorgesehenen eigenen Aktien nicht mehr vernichtet werden sollen; vgl. Rz 43 des Entwurfs) zu stos-

senden Ergebnissen führen. Konsequenterweise hätte nämlich der Anbieter die Einhaltung der 10%-Obergrenze von Art. 659 OR auch bei einer Zweckänderung stricte einzuhalten und die UEK müsste einer Gesellschaft, welche aufgrund eines Rückkaufprogramms eigene Aktien von mehr als 10% des Aktienkapitals hält, die Zweckänderung untersagen, da ansonsten eine Verletzung von Art. 659 OR in Kauf genommen würde. Dass dies zu wirtschaftlich untragbaren Situationen führen könnte, liegt auf der Hand.

Im Entwurf und auch in den Erläuterungen wird aber mit keinem Wort erwähnt, wie die UEK gedenkt bei Zweckänderungen hinsichtlich einer allfälligen Verletzung von Art. 659 OR vorzugehen. Es scheint aber nicht so, als wäre beabsichtigt, die Einhaltung der 10%-Obergrenze von Art. 659 OR konsequent zu überprüfen und durchzusetzen. Gemäss Praxis der UEK ist für eine Zweckänderung eines Rückkaufprogramms nämlich einzig erforderlich, dass die Abweichung bzw. Zweckänderung sachlich gerechtfertigt ist und in gleicher Weise wie die ursprünglichen Zwecke veröffentlicht wird (vgl. etwa Verfügung 255/02 vom 17. Februar 2009 i.S. Schweizerische Rückversicherungs-Gesellschaft AG). Auch unter diesem Gesichtspunkt und zur Vermeidung widersprüchlicher Resultate ist daher Rz 12 des Entwurfs ersatzlos zu streichen.

II. Prüfung der Einbindung eines Rückkaufprogramms in das Kapitalherabsetzungsverfahren gemäss Art. 732ff. OR

Entsprechend dem hiavor gesagten kann es auch nicht Aufgabe der UEK sein, zu prüfen, ob ein Rückkaufprogramm rechtswirksam in das Verfahren der Kapitalherabsetzung gemäss Art. 732 ff OR eingebunden ist oder nicht. Der Entwurf sieht aber eine ganze Reihe von Voraussetzungen vor, damit ein Rückkaufprogramm, welches die 10%-Obergrenze des Art. 659 OR überschreitet, überhaupt bzw. wieder aufgenommen werden kann (vgl. Rz 12 des Entwurfs). Will man - entgegen der hier vertretenen Auffassung - dennoch an der Prüfungskompetenz der UEK betreffend Einhaltung der 10%-Obergrenze von Art. 659 OR festhalten, ist folgendes zu beachten:

Gemäss der wohl h.L. fallen zur Vernichtung erworbene eigene Aktien nicht unter die 10%-Obergrenze gemäss Art. 659 OR, wenn das Rückkaufprogramm in das rechtliche Korsett der Kapitalherabsetzung eingebunden ist (vgl. etwa BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 3. Auflage, 2004, § 4 N 267).

Bei der Prüfung der Frage, ob ein Rückkaufprogramm rechtsgültig in ein Kapitalherabsetzungsverfahren eingebunden ist, ist zu beachten, dass die Konzeption des Gesetzes zur Kapitalherabsetzung eigentlich zwei gesonderte, zeitlich auseinander liegende Generalversammlungsbeschlüsse verlangt, welche beide öffentlich zu beurkunden sind (vgl. BÖCKLI, a.a.O., § 2 N 335ff. und insbesondere § 2 N 347; VON BÜREN/STOFFEL/WEBER, Grundriss des Ak-

tenrechts, 2. Auflage, § 3 N 435). Demnach gliedert sich das Verfahren einer ordentlichen Kapitalherabsetzung wie folgt:

1. Grundsatzbeschluss betreffend Kapitalherabsetzung (öffentlich zu beurkunden)
2. Schuldenruf
3. Feststellung des Verwaltungsrates betreffend Befriedigung oder Sicherstellung der Gläubiger
4. Prüfungsbericht
5. Durchführungsbeschluss betreffend Kapitalherabsetzung (öffentlich zu beurkunden)
6. Feststellungsurkunde des Notars
7. Handelsregistereintrag

In der Praxis wird bei einer Kapitalherabsetzung der Grundsatzbeschluss betreffend Kapitalherabsetzung meistens ausgelassen bzw. vom Verwaltungsrat alleine gefasst. Sein Vorgehen wird dann von der Generalversammlung im Durchführungsbeschluss betreffend die Kapitalherabsetzung ratifiziert.

Da Rückkaufprogramme aber in der Regel längerfristig und zeitlich befristet sind und das effektive Rückkaufsvolumen letztlich von der frei verfügbaren Liquidität der Gesellschaft und dem Angebot (z.B. auf einer zweiten Handelslinie) abhängig ist, kann der genaue Kapitalherabsetzungsbetrag nicht im Voraus bestimmt werden. Deshalb werden Rückkaufprogramme in ein sog. ‚zweistufiges Verfahren‘ eingebunden, wonach die Generalversammlung in einem ersten Schritt den Grundsatzentscheid fällt, ein Aktienrückkaufprogramm bis zu einem bestimmten Maximalumfang durchzuführen. Die eigentliche Kapitalherabsetzung durch Vernichtung der zurückgekauften eigenen Aktien erfolgt in einem zweiten Schritt nach durchgeführtem Aktienrückkauf.

Zu beachten ist, dass eine Einbindung eines Rückkaufprogramms in das Verfahren der Kapitalherabsetzung voraussetzt, dass der Grundsatzbeschluss der Generalversammlung öffentlich beurkundet wird, was in der Praxis oft nicht beachtet wird. Nicht erforderlich sein kann aber, dass vorgängig - gemäss Entwurf sogar vor dem Grundsatzbeschluss - ein Prüfungsbericht vorzuliegen hat, da zu diesem Zeitpunkt noch gar nicht bekannt ist, wie viele Aktien im Rahmen des Rückkaufprogramms tatsächlich zurückgekauft werden (können). Der Prüfungsbericht hat vielmehr im Anschluss an das Rückkaufprogramm und gestützt auf den Schuldenruf zu erfolgen (vgl. zur Verknüpfung der Prüfungsbestätigung mit dem Schuldenrufverfahren BÖCKLI, a.a.O., § 2 N 359f.).

Im Einzelnen gliedert sich der Ablauf eines in ein Kapitalherabsetzungsverfahren integrierten Rückkaufprogramms damit wie folgt:

1. Grundsatzbeschluss betreffend Kapitalherabsetzung (öffentlich zu beurkunden)
2. *Rückkaufprogramm*
3. Schuldenruf
4. Feststellung des Verwaltungsrates betreffend Befriedigung oder Sicherstellung der Gläubiger
5. Prüfungsbericht
6. Durchführungsbeschluss betreffend Kapitalherabsetzung (öffentlich zu beurkunden)
7. Feststellungsurkunde des Notars
8. Handelsregistereintrag

Zur Einbindung eines Rückkaufprogramms in das Korsett des Kapitalherabsetzungsverfahrens ist also gesellschaftsrechtlich notwendig aber auch ausreichend, dass das Rückkaufprogramm gestützt auf einen öffentlich beurkundeten Grundsatzbeschluss der Generalversammlung erfolgt.

Die im Entwurf vorgesehenen Erfordernisse, dass der Grundsatzbeschluss der Generalversammlung gestützt auf einen Prüfungsbericht gemäss Art. 732 Abs. 2 OR zu fassen ist, der Schuldenruf gemäss Art. 733 OR erfolgt ist, zwei Monate nach dem dritten Schuldenruf verstrichen sind und die angemeldeten Gläubiger befriedigt oder sichergestellt sind (vgl. Rn 12 des Entwurfs), sind für öffentliche Rückkaufprogramme zu weitgehend und letztlich verfehlt. Es scheint, als ob diese Erfordernisse nicht auf Grund der spezifischen Eigenheiten des zweistufigen Verfahrens, sondern in Anlehnung an das von der Praxis gewählte Vorgehen bei ordentlichen Kapitalherabsetzungen ohne Rückkaufprogramme, aufgestellt wurden. Dies ist weder dem Gläubigerschutz noch dem entsprechenden Anbieter wirklich dienlich ist.

Will man die Freistellung von Rückkäufen, welche die 10%-Obergrenze des Art. 659 OR überschreiten, von einer Einbindung in das Verfahren der Kapitalherabsetzung abhängig machen, ist daher - als einziges Erfordernis - zu verlangen, dass die Generalversammlung einen öffentlich beurkundeten Grundsatzbeschluss betreffend das Rückkaufprogramm gefasst hat. Der Grundsatzbeschluss hat die Ermächtigung an den Verwaltungsrat zur Durchführung des Rückkaufprogramms zu beinhalten und insbesondere festzuhalten, dass die zurück gekauften Aktien definitiv zur Vernichtung vorgesehen sind. Der Schuldenruf und der darauf basierende Prüfungsbericht haben in jedem Fall erst nach durchgeführtem Rückkaufprogramm zu erfolgen.

III. Fazit

Rz 12 des Entwurfs sollte ersatzlos gestrichen werden, da eine Missachtung der 10%-Obergrenze in der Regel keine Umgehung des Gesellschaftsrecht darstellt oder gar zur Nichtigkeit des entsprechenden Rechtsgeschäfts führt. Es ist Sache des Zivilrichters die Einhaltung von Art. 659 OR zu prüfen bzw. die Rechtsfolgen einer Missachtung der 10%-Obergrenze zu beurteilen.

Soll dennoch der Ansicht gefolgt werden, dass die UEK die Einhaltung von Art. 659 OR zu prüfen hat, ist bei Rückkaufprogrammen, welche die 10%-Obergrenze von Art. 659 OR überschreiten, die Einbindung in das Verfahren der Kapitalherabsetzung gemäss Art. 732ff. OR richtigerweise nur vom Vorliegen eines öffentlich beurkundeten Grundsatzbeschlusses der Generalversammlung abhängig zu machen. Auf die weiteren Voraussetzungen gemäss Rz 12 des Entwurfs ist daher zu verzichten.

Ich würde mich freuen, wenn Sie die oben stehenden Anregungen bei der weiteren Bearbeitung der Revision der Mitteilung Nr. 1 der UEK berücksichtigen würden.

Mit freundlichen Grüssen



Oliver Gnehm

Per E-Mail (counsel@takeover.ch)

Übernahmekommission
Z.H. Prof. Luc Thévenoz
Präsident
Selnaustrasse 30
Postfach
8021 Zürich

Zürich, 5. Juni 2009

Dr. iur. Flavio Romerio
Rechtsanwalt

Dr. iur. Claude Lambert
Rechtsanwalt

Homburger AG
Weinbergstrasse 56 | 58
CH-8006 Zürich
Postfach 194 | CH-8042 Zürich
Telefon +41 43 222 10 00
Fax +41 43 222 15 00
flavio.romerio@homburger.ch
claudelambert@homburger.ch

Stellungnahme zum Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 der Übernahmekommission vom 24. April 2009: Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen

Sehr geehrter Herr Prof. Thévenoz

Sie haben uns mit Schreiben vom 27. April 2009 eingeladen, zum Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 vom 24. April 2009 betreffend Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen (**Rundschreiben**) Stellung zu nehmen. Dieser Einladung kommen wir gerne nach und lassen Ihnen hiermit unsere Ergänzungs- und Änderungsvorschläge zum Rundschreiben zukommen.

I. Einleitende Bemerkungen

Ziel der Revision ist, so die Erläuterungen zum Rundschreiben, die bisherigen Regeln anzupassen an die Neuerungen des Marktes und die Bedürfnisse der Emittenten, an die jüngsten Änderungen des Börsengesetzes und seiner Verordnungen sowie eine Klarstellung der Praxis der Übernahmekommission hinsichtlich verschiedener umstrittener Punkte.

Wir begrüssen diese Stossrichtung der Revision. Ein weiteres Ziel des Rundschreibens sollte es sein, Rechtssicherheit und -stabilität sowie Vorhersehbarkeit für die Marktteilnehmer zu gewährleisten. Eine konstante sowie vorhersehbare Praxis der Übernahmekommission ist aus Sicht der Emittenten bei der Planung und Durchführung von Rückkaufprogrammen von zentraler Bedeutung. Unsere nachfolgenden Bemerkungen zum Rundschreiben sind auch vor diesem Hintergrund zu sehen.

II. Zum Rundschreiben im Einzelnen

A. Zu Randnote 1

1. Anwendungsbereich des Rundschreibens

Das Rundschreiben erfasst gemäss seiner Rn. 1 nur öffentliche Kaufangebote für eigene, an einer Börse kotierte Beteiligungspapiere. Nicht öffentliche Aktienrückkäufe, etwa für Mitarbeiterprogramme, sind demzufolge – wie nach bisheriger Praxis – *e contrario* vom Rundschreiben nicht erfasst. Es wäre wünschenswert, dies zur Rechtssicherheit im Rundschreiben explizit klarzustellen¹.

2. Bekanntgabe eines Rückkaufprogramms

Die Bekanntgabe der Absicht, eigene Beteiligungspapiere zurückzukaufen, stellt nach Rn. 1 des Rundschreibens ein Rückkaufprogramm dar. Bevor eine solche Absicht öffentlich bekanntgemacht wird, sind somit die Voraussetzungen des Rundschreibens zu erfüllen. Insbesondere muss das Prüfverfahren durch die Übernahmekommission vor Bekanntgabe der Absicht abgeschlossen sein (vgl. Rn. 5 des Rundschreibens).

Von dieser formellen Lancierung des Rückkaufprogramms zu abzugrenzen ist u.E. die Publikation des Grundsatzentscheids, wonach der Verwaltungsrat eines Emittenten ein Rückkaufprogramm plane oder bewilligt habe. Derartige Publikationen stellen u. E. noch keine "*Bekanntgabe der Absicht*" im Sinne von Rn. 1 des Rundschreibens dar. Wir schlagen deshalb vor, das Rundschreiben entsprechend zu ergänzen².

Dieses Postulat entspricht einem Bedürfnis der Praxis, namentlich grosser Publikumsgesellschaften. Folgendes Beispiel möge dies illustrieren: Der Verwaltungsrat bewilligt ein Aktienrückkaufprogramm über einen bestimmten Betrag während der nächsten drei Jahre. Die konkrete Durchführung des Aktienrückkaufs mittels Lancierung eines spezifischen Rückkaufprogramms soll von den Marktbedingungen und den strategischen Möglichkeiten des Emittenten abhängen. Der Emittent gelangt in diesem Beispiel mehrmals an die Öffentlichkeit: Zunächst kündigt er den Bewilligungsentscheid des Verwaltungsrats und den geplanten

¹ Vgl. den Textvorschlag dazu hinten, II.A.3.
² Vgl. den Textvorschlag dazu hinten, II.A.3.

Aktienrückkauf an; später erfolgt die Bekanntgabe der konkreten Durchführung eines spezifischen Rückkaufprogramms³.

Die Ankündigung eines geplanten Aktienrückkaufprogramms wäre praktisch kaum mehr möglich, wenn bereits diese Ankündigung als "Bekanntgabe der Absicht" im Sinne von Rn. 1 und damit als zu bewilligendes Rückkaufprogramm gemäss Rundschreiben qualifiziert. Von einer solchen Qualifikation ist u.E. abzu-sehen. Den Emittenten ist der (rechtssichere) Freiraum zu gewähren, die Öffentlichkeit über geplante Rückkaufprogramme zu informieren, ohne vorgängig eine Bewilligung der Übernahmekommission einholen zu müssen.

3. Textvorschlag

Wir regen an, unsere Vorschläge zum Anwendungsbereich des Rundschreibens⁴ sowie zur Bekanntgabe eines Rückkaufprogramms⁵ mittels einer separaten neuen Randnote nach Rn. 1 des Rundschreibens zu berücksichtigen:

[1a] Keine Rückkaufprogramme im Sinne dieses Rundschreibens sind:

- a) nicht öffentlich angekündigte Rückkäufe oder Kaufangebote eines Emittenten betreffend eigener Beteiligungspapiere, einschliesslich nicht öffentlich angekündigter Rückkäufe über die ordentliche Handelslinie der Börse, an denen die Beteiligungspapiere kotiert sind; und*
- b) die Ankündigung eines Emittenten, wonach er ein Rückkaufprogramm für seine Beteiligungspapiere plane oder beschlossen habe, sofern Rückkäufe, Kaufangebote oder die Ausgabe von Put Optionen für Rückkäufe erst nach Publikation des Angebotsinserats erfolgen.*

B. Zu Randnote 10

Der Erwerb von Beteiligungspapieren durch den Anbieter im Rahmen eines Rückkaufprogramms hat auf den mit dem Rückkaufprogramm beabsichtigten Zweck zu erfolgen. Rückkäufe für diesen angekündigten Zweck, die ausserhalb des Rückkaufprogramms erfolgen, sollen gemäss Rn. 10 des Rundschreibens

³ Die Bekanntgabe eines geplanten Aktienrückkaufprogramms ist unter Umständen bereits gemäss der börsenrechtlichen Ad hoc-Publizitätspflicht erforderlich (vgl. den Kommentar der SIX Swiss Exchange zur Ad hoc-Publizitätsrichtlinie, N 14 zu Rz. 3).

⁴ Vgl. vorne, II.A.1.

⁵ Vgl. vorne, II.A.2.

untersagt sein. Um dies deutlicher zum Ausdruck zu bringen, schlagen wir folgende sprachliche Präzisierung vor:

[10] *Der Anbieter darf während der Dauer des Rückkaufprogramms für den angekündigten Zweck keine Beteiligungspapiere, die Gegenstand des Rückkaufprogramms bilden, ausserhalb desselben kaufen.*

C. Zu Randnote 12

Die Regelung in Rn. 12 des Rundschreibens hat zur Konsequenz, dass ein Rückkaufprogramm unterbrochen werden muss, sobald der Grenzwert von 10 Prozent gemäss Art. 659 Abs. 1 OR erreicht ist. Das Rückkaufprogramm kann erst wieder aufgenommen werden, wenn der Anbieter eine ausreichende Anzahl von Beteiligungspapieren veräussert oder eine Kapitalherabsetzung im entsprechenden Umfang vollzogen hat.

Im Ergebnis reguliert die Übernahmekommission damit einen potentiellen aktienrechtlichen Verstoss in einer Weise, die zivilrechtlich nicht vorgesehen ist.

Die prozentuale Erwerbslimite, wie sie Art. 659 Abs. 1 OR vorschreibt, ist nach überwiegender Lehre⁶ und bundesgerichtlicher Rechtsprechung⁷ eine blosser Ordnungsvorschrift. Sie qualifiziert als Handlungsanweisung an den Verwaltungsrat ("darf [...] nur dann erwerben") und schränkt dessen Handlungsfähigkeit nicht ein. Verstösst der Verwaltungsrat gegen diese Grenze⁸, bleiben sowohl das auf die Übertragung gerichtete Verpflichtungsgeschäft als auch die nachfolgende Verfügung gültig⁹. Ein Zivilrichter wird – so er h.L. und bundesgerichtlicher Rechtsprechung folgt – entsprechende Rückkäufe jenseits der Prozentgrenze nicht sanktionieren¹⁰. Daran sollte sich auch die Übernahmekommission orientieren. Ohne Not regulatorisch zu verbieten, was zivilrechtlich gültig ist, erachten wir im vorliegenden Kontext als nicht sachgerecht. Wir schlagen deshalb vor, Rn. 12 des Rundschreibens ersatzlos zu streichen.

⁶ Statt vieler BSK OR II-LENZ/VON PLANTA, N 11 zu Art. 659 OR m.w.N.

⁷ BGE 110 II 299 f. und BGE 96 II 21 (je zum Aktienrecht von 1936).

⁸ Es handelt sich um eine gesellschaftsintern zwischen Generalversammlung und Verwaltungsrat wirkende Beschränkung der Vertretungsbefugnis des Verwaltungsrats (vgl. auch BGE 110 II 300: "lediglich Wirkung im Innenverhältnis der Gesellschaft").

⁹ Vgl. etwa BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 3. Aufl., Zürich 2004, § 4 N 286; BSK OR II-LENZ/VON PLANTA, N 11 zu Art. 659 OR; MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 10. Aufl., Bern 2007, § 16 N 77.

¹⁰ Verantwortlichkeitsansprüche gegen den Verwaltungsrat nach Art. 754 OR sind bei Vorliegen der entsprechenden Voraussetzungen möglich, berühren aber die zivilrechtliche Gültigkeit des Rückkaufs nicht.

Sollte von einer Streichung abgesehen werden, halten wir jedenfalls die folgenden zwei Ergänzungen des Rundschreibens für notwendig:

- *Handelsbestand von Banken und Effekthändlern:* Banken und Effekthändler verfügen regelmässig über Handelsbestände eigener Aktien, die sie für den Eigen- bzw. Nostrohandel im Rahmen ihrer gewöhnlichen Geschäftstätigkeit zu Handelszwecken benötigen. Diese übliche Handelstätigkeit der Banken und Effekthändler mit eigenen Beteiligungspapieren ist vom Anwendungsbereich der Rn. 12 des Rundschreibens auszunehmen. Rn. 38 des Rundschreibens ist deshalb um Rn. 12 zu ergänzen.
- *Bewilligung durch die Generalversammlung:* Wie gezeigt, ist die gesetzliche Prozentschranke eine gesellschaftsintern wirkende Beschränkung der Vertretungsbefugnis des Verwaltungsrats. Der Generalversammlung ist es deshalb unbenommen, durch entsprechenden Beschluss einen Rückkauf über die Prozentgrenze hinweg zu bewilligen. Solche Rückkaufprogramme sind in der Praxis verbreitet und stehen meist im Zusammenhang mit einer beabsichtigten Kapitalherabsetzung, ohne dass eine solche indes bereits beschlossen wäre. Rückkaufprogramme, die einen Erwerb über die prozentuale Erwerbslimite nach Art. 659 Abs. 1 OR anvisieren und von der Generalversammlung bewilligt wurden, sind deshalb vom Anwendungsbereich der Rn. 12 des Rundschreibens auszuschliessen.

D. Zu Randnote 13

Der Einleitungssatz zu den sogenannten *Blackout*-Perioden (Rn. 13 des Rundschreibens) steht unter dem Titel der zusätzlichen Voraussetzungen für Rückkäufe zum Festpreis und für Rückkäufe durch die Ausgabe von Put-Optionen. Im Einleitungssatz ist u.E. die spezifische Mechanik von Rückkäufen zum Festpreis deutlicher zu formulieren. Wir schlagen folgende Änderung vor:

[13] *Der Anbieter darf weder ein Festpreisangebot stellen Beteiligungspapiere kaufen, auf die sich das Rückkaufprogramm bezieht, noch Put-Optionen ausgeben [...]*

E. Zu Randnoten 27 ff.

Wir begrüssen die in Rn. 27 ff. des Rundschreiben vorgesehenen alternativen Möglichkeiten, die es einem Anbieter erlauben, auch während einer *Blackout*-Periode eigene Aktien im Rahmen des Rückkaufprogramms zu erwerben.

Im Sinne einer Präzisierung regen wir für die Möglichkeit gemäss Rn. 29 des Rundschreibens (Rückkaufmandat an eine Bank) folgende Ergänzungen an:

- Der Auftrag des Anbieters an die Bank oder den Effektenhändler, den Rückkauf durchzuführen, darf nur in einem Zeitpunkt erfolgen, in dem sich der Anbieter nicht bereits in eine Bekanntgabeaufschub befindet¹¹.
- Wie die Erläuterungen zu Rn. 27 ff. des Rundschreibens ausführen, besteht die Möglichkeit, das Rückkaufprogramm in allen drei Varianten der Rn. 28–30 des Rundschreibens zu stoppen. Im Sinne der Rechtssicherheit sollte Rn. 29 u.E. explizit festhalten, dass das Rückkaufmandat auch während einer *Blackout*-Periode beendet werden kann. Im Gegensatz zur Auftragserteilung sehen wir bei einer solchen Beendigung eines Rückkaufprogramms während einer *Blackout*-Periode keine Anleger- oder Marktinteressen tangiert¹².
- Die mit dem Rückkauf beauftragte Bank oder der entsprechende Effektenhändler haben ihre Entscheidungen über Zeitpunkt und Höhe der konkreten Ordererteilung zwar selbständig zu treffen. Der Rückkauf insgesamt aber erfolgt im Rahmen der mit dem Anbieter vorgängig vereinbarten Vorgaben; Rn. 29 des Rundschreibens ist u.E. in dieser Hinsicht zu präzisieren.

Wir schlagen vor, die beschriebenen Ergänzungen wie folgt im Text des Rundschreibens zu reflektieren:

[29] b) Der Anbieter beauftragt eine Bank oder einen Effektenhändler mit der Durchführung des Rückkaufprogramms, wobei diese ihre Entscheidungen bezüglich Daten, Volumen und Preisen unabhängig im Rahmen der vorgängig erteilten Vorgaben des Anbieters treffen, ohne dabei vom Anbieter oder von vertraulichen Informationen über diesen beeinflusst zu werden. Der Anbieter darf sich im Zeitpunkt der Auftragserteilung an die Bank oder den Effektenhändler nicht in einer Blackout-Periode befinden. Der Anbieter kann den Rückkauf

¹¹ Die europäischen Regulierungsbehörden legen Art. 6 Abs. 3 lit. b der VO 2273/2003, der offenbar Vorbild zu Rn. 29 des Rundschreibens war, in gleicher Weise aus (vgl. die Hinweise bei ROMERIO/WALLER, Öffentliche Aktienrückkäufe, insbesondere von SMI-Gesellschaften, in: Reutter/Werlen (Hrsg.), Kapitalmarkttransaktionen II, Zürich 2007, 22 f. m.w.N.).

¹² Diese Ansicht entspricht den EU-rechtlichen Vorgaben (vgl. dazu ROMERIO/WALLER, 23, und SINGHOF/WEBER, Neue Rahmenbedingungen für den Erwerb eigener Aktien, AG 2005, 562 m.w.N.).

jederzeit stoppen und den Vertrag mit der Bank oder dem Effekthändler beenden.

F. Zu Randnote 33

Rn. 33 des Rundschreibens beschränkt den Umfang des Rückkaufvolumens pro Börsentag. Die Obergrenze wird bei 25% des Volumens des gleichen oder des vorangegangenen Börsentags festgelegt, wobei gemäss Erläuterungen zu Rn. 33 das grössere der beiden Volumen massgebend ist.

Wir halten diese Begrenzung für zu starr, namentlich bei Titeln mit einer geringeren Liquidität. Zu erwägen ist eine Lösung, wonach bei niedriger Liquidität über die statuierte Obergrenze hinaus gekauft werden darf (zum Beispiel bis 50% des Volumens des gleichen oder des vorangegangenen Börsentags). Beabsichtigt der Anbieter über den Schwellenwert von 25% hinauszugehen, hätte er dies vorab der Übernahmekommission mitzuteilen¹³. Alternativ ist auch ein vorgängiges Antragsverfahren denkbar. Bei der Beurteilung zu berücksichtigen wären etwa der konkrete *Free Float*, die Handelsumsätze sowie die Anzahl Transaktionen über einen bestimmten Zeitraum hinweg.

Was die Referenzparameter hinsichtlich Bestimmung des zulässigen Rückkaufvolumens betrifft, erachten wir die europäische Regelung für sachgerechter: Gemäss Art. 5 Abs. 2 VO 2273/2003 darf der Anbieter an einem Tag nicht mehr als 25% des durchschnittlichen täglichen Aktienumsatzes an der Börse, an welcher der Kauf erfolgt, erwerben. Dieser Umsatz ist – im Unterschied zum Rundschreiben – grundsätzlich aus dem durchschnittlichen täglichen Handelsvolumen im Monat vor Veröffentlichung des Rückkaufprogramms abzuleiten. Durch diese längere Bemessungsperiode ist das Rückkaufsvolumen weniger den kurzfristigen Zufälligkeiten im Tagesgeschäft ausgesetzt. Deshalb empfehlen wir, den Bemessungszeitraum im Rundschreiben der europäischen Regel anzupassen.

G. Zu Randnoten 43 f.

Gemäss Rn. 43 des Rundschreibens ist eine Änderung des Rückkaufprogramms bei der Übernahmekommission mit begründetem Gesuch zu beantragen. Das Änderungsgesuch wird, so das Rundschreiben, im gleichen Verfahren behandelt wie die ursprüngliche Freistellung.

Die im Entwurf gewählte Formulierung – "zu beantragen" – legt den falschen Schluss nahe, dass die Übernahmekommission bei Änderungen in die Zustän-

¹³ Die Europäische Union operiert mit ähnlichen Prämissen (vgl. Art. 5 Abs. 3 VO 2273/2003).

digkeit des Verwaltungsrats eingreifen will. Der Entscheid, eigene Aktien zurückzukaufen, liegt nach schweizerischem Recht in der alleinigen Kompetenz des Verwaltungsrats¹⁴. Der Verwaltungsrat entscheidet somit auch über den mit dem Rückkauf verbundenen Zweck und dessen Änderung, die Dauer des Rückkaufs und das Volumen des Rückkaufs.

Die Übernahmekommission kann indes verlangen, dass alle Änderungen des Aktienrückkaufs ihr vorgelegt und transparent und unverzüglich den Marktteilnehmern kommuniziert werden.

Wir schlagen deshalb folgende Änderungen in Rn. 43 und 44 des Rundschreibens vor:

[43] *Jede Änderung des Rückkaufprogramms eingeschlossen die Änderung des Zwecks, ist der Übernahmekommission mit begründetem Gesuch vorzulegen zu beantragen. Änderungen des Zwecks sowie eine Reduktion von Laufzeit und Höhe des Rückkaufprogramms sind davon ausgenommen. Das Änderungsgesuch ~~kann~~ wird durch das Sekretariat im Meldeverfahren erledigt werden, falls die Voraussetzungen dieses Verfahrens gegeben sind. In den übrigen Fällen entscheidet die Übernahmekommission.*

[44] *Nach erfolgter Prüfung ist die Änderung des Rückkaufprogramms gemäss Rn 40 ff. zu publizieren. Änderungen des Rückkaufprogramms, die der Übernahmekommission nicht vorzulegen sind, sind in gleicher Weise zu publizieren.*

H. Zu Randnote 45

Nach Beendigung eines Rückkaufprogramms hat der Anbieter den in Rn. 45 des Rundschreibens statuierten Meldepflichten gegenüber Informationsdienstleistern und der Übernahmekommission nachzukommen. Mit Veröffentlichung der entsprechenden Mitteilung auf der Website der Übernahmekommission endet deren Zuständigkeit hinsichtlich dieses Rückkaufs. Der Anbieter unterliegt nach Ablauf des Programms keinerlei Bewilligungs- und Meldepflichten durch die bzw. gegenüber der Übernahmekommission. Dies gilt insbesondere auch für den Fall, in dem der Anbieter die unter dem Rückkaufprogramm erworbenen Aktien nach Abschluss des Rückkaufprogramms entgegen dem ursprünglichen Zweck ver-

¹⁴ Statt vieler BÖCKLI, § 4 N 225 und N 266; BSK OR II-LENZ/VON PLANTA, N 2a zu Art. 659 OR m.w.N.

wenden will. Eine solche Zweckänderung und dessen gesetzeskonforme Umsetzung liegen allein im Zuständig- und Verantwortungsbereich des Emittenten. Die Übernahmekommission ist hier nicht mehr zu kontaktieren.

Aus Sicht der Praxis und im Sinne erhöhter Rechtssicherheit erachten wir es deshalb als sinnvoll, das Rundschreiben entsprechend zu ergänzen. Wir schlagen zwei Alternativen vor:

Alternative 1: Am Ende von Rn. 45 des Rundschreibens ist folgender Zusatz anzubringen:

[45] Der Anbieter meldet der Übernahmekommission und mindestens zwei Informationsdienstleistern einen Börsentag nach dem Ende des Rückkaufprogramms die Anzahl der zurückgekauften Beteiligungspapiere jeder Kategorie. Die Übernahmekommission veröffentlicht die Mitteilung auf ihrer Website. Mit dieser Veröffentlichung endet die Zuständigkeit der Übernahmekommission.

Alternative 2: Rn. 43 des Rundschreibens ist – unter Berücksichtigung der bereits diskutierten Änderungen¹⁵ – wie folgt zu ergänzen:

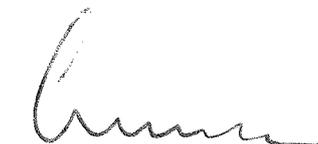
[43] Jede Änderung des Rückkaufprogramms während seiner Dauer eingeschlossen die Änderung des Zwecks, ist der Übernahmekommission mit begründetem Gesuch vorzulegen zu ~~beantragen~~. Änderungen des Zwecks sowie eine Reduktion von Laufzeit und Höhe des Rückkaufprogramms sind davon ausgenommen. Das Änderungsgesuch ~~kann~~ wird durch das Sekretariat im Meldeverfahren erledigt werden, falls die Voraussetzungen dieses Verfahrens gegeben sind. In den übrigen Fällen entscheidet die Übernahmekommission.

¹⁵ Vgl. vorne, II.G.

Wir hoffen, Ihnen mit der vorliegenden Stellungnahme für Sie hilfreiche Ergänzungs- und Änderungsvorschläge zur Revision der Mitteilung Nr. 1 betreffend Rückkäufe von Beteiligungspapieren und zum Rundschreiben unterbreitet zu haben. Wir stehen Ihnen für allfällige Rückfragen oder zusätzliche Ausführungen gerne zur Verfügung.

Mit vorzüglicher Hochachtung


Flavio Romerio


Claude Lambert

NIEDERER KRAFT & FREY

RECHTSANWÄLTE

Dr. Adolf E. Kammerer, LL.M.
Dr. Hans Niederer, LL.M.
Prof. Dr. Peter Forstmoser, LL.M.
Dr. Walter Meier, LL.M.
Dr. Peter R. Isler, LL.M.
Dr. Ulrich Benz
Dr. Rolf P. Jetzer, H.E.E.
Dr. Ernst Felix Schmid, LL.M.
Dr. François M. Bianchi, LL.M.
Dr. Peter C. Honegger, LL.M.
Dr. Gaudenz G. Zindel, LL.M.
Dr. Markus A. Frey, LL.M.
Dr. Urs Pulver
Dr. Edgar H. Paltzer, LL.M.
Dr. Thomas Graf ^{1 2}
Dr. Dr. Thomas Sprecher, LL.M.
Dr. Thomas A. Frick, LL.M.
Dr. Andrés A. Gurovits Kohli
Dr. Andreas Casutt, LL.M.
Dr. Philippe Weber, LL.M.

Fürspr. Daniela Schmucki-Fricke ¹
Prof. Dr. Isabelle Romy
Lic. Philipp Haas, LL.M.
Lic. Daniel Eisele, LL.M.
Dr. Christoph Balsiger
Lic. Markus E. Kronauer ¹
Dr. Ulysses von Salis, LL.M.
PD Dr. Sandro Abegglen, LL.M.
Dr. Adrian W. Kammerer, M.M.
Lic. Andreas Kolb
Lic. Debra E. Davatz Hörler
Lic. Andreas F. Vögeli
Lic. Michaela Zehnder ²
Lic. Edith Kreis-Kolb
Lic. Nicolas Birkhäuser, LL.M.
Lic. Catherine Grun, LL.M.
Lic. Marco Häusermann, LL.M.
Lic. Manuel Werder, LL.M.
Lic. Angela Petzold Theiler, LL.M.
Dr. Valerie Meyer Bahar, LL.M.

Dr. Philipp Candreia, LL.M.
Lic. Andrea Nordin ^{1 2}
Lic. Ilona Schwarzenbach-Meixner
Lic. Saro A. Grano
Dr. Olivier Bloch, LL.M.
Lic. Carl H. Duisberg
Lic. Andrea Huber, LL.M.
Lic. Patrick Schmutz, LL.M.
Lic. Patrizia Schlatter
Lic. Sanna Maas Thurnherr
Lic. Brigitte Knecht
Dr. Patrik R. Peyer, LL.M.
Lic. Isabelle Debrunner
Dr. Petra Ginter
Lic. Hansjürg Christoffel
Lic. Allegra Sosso
Lic. Stefan Thomann, LL.M.
Dr. Renato Costantini
Lic. Eva R. Leuthold, LL.M.
Dr. Christian Laux, LL.M.

Lic. Gian-Andrea Caprez
Lic. Dominic Studer
Lic. Janine Meier
Dr. Thomas Jutzi
Lic. Corinne Casanova
Lic. Susanne Spycher
Lic. Bertrand G. Schott
Mag. Myriam A. Gstoehl ²

Eingetragen im Anwaltsregister

¹ dipl. Steuerexperte
² nicht als Rechtsanwalt zugelassen

Konsulenten
Dr. Stefan Kraft, LL.M.
Prof. Dr. René Rhinow
Dr. Jakob Baer

Per E-Mail und A-Post

Übernahmekommission
z.Hd. Herr Prof. Luc Thévenoz,
Präsident
Selnaustrasse 30
Postfach
8021 Zürich

5. Juni 2009

Niederer Kraft & Frey AG
Bahnhofstrasse 13
CH-8001 Zürich

Telefon +41-58-800-8000
Telefax +41-58-800-8080
E-Mail nkf@nkf.ch
Website www.nkf.ch

Anhörung zum Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 der Übernahmekommission: Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen

Sehr geehrter Präsident
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf Ihr Schreiben vom 27. April 2009, in welchem Sie uns einladen, zum Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 der Übernahmekommission, "Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen" vom 24. April 2009 ("Rundschreiben Nr. 1"), Stellung zu nehmen. Wir nehmen diese Gelegenheit sehr gerne wahr und senden Ihnen hiermit fristgerecht unsere Stellungnahme.

Nachfolgend fassen wir zunächst unsere wichtigsten Bemerkungen zum Rundschreiben Nr. 1 zusammen und kommentieren anschliessend einzelne Randnummern des Entwurfs.

I. ZUSAMMENFASSUNG

- (1) Die Einführung eines "Safe Harbor" ist zu begrüssen. Die entsprechenden Regeln sollen den betroffenen Gesellschaften erlauben, klar und einfach festzustellen, ob ein öffentliches Rückkaufprogramm generell freigestellt ist, dem Meldeverfahren unterliegt oder mittels Gesuch von der Übernahmekommission zu entscheiden ist. Das vorgeschlagene "Safe Harbor"-

Konzept entspricht jedoch nicht ausreichend diesen Voraussetzungen (vgl. die Ausführungen in Rz. (7) und (42)f.). Ziel der gewählten Regelung sollte sein, kotierten Gesellschaften ohne eingreifende Restriktionen zu ermöglichen, ein Aktienrückkaufprogramm im Umfang von maximal 10% durchzuführen. Dies liegt im Interesse der Rechtssicherheit, der Markteffizienz sowie ganz allgemein des Finanzplatzes als liberalem Finanzmarkt.

- (2) Das Verbot, während der Dauer eines Rückkaufprogramms Beteiligungspapiere ausserhalb desselben zu erwerben, ist abzulehnen. Die vorgesehene Regelung verstösst gegen das Verhältnismässigkeitsprinzip und führt zu weitreichenden Problemen, insbesondere im Zusammenhang mit einem Aktienrückkauf zur Kapitalherabsetzung (vgl. die Ausführungen in Rz. (15) ff.).
- (3) Die Behandlung der Frage des Art. 659 OR sollte unseres Erachtens noch einmal überdacht werden. Dies vor dem Hintergrund der Kognition der Übernahmekommission, der umstrittenen Interpretation der Vorschrift und aufgrund der Tatsache, dass das Rundschreiben Nr. 1 auch auf gewisse nach ausländischem Recht organisierte Gesellschaften anwendbar ist (vgl. die Ausführungen in Rz. (25) ff.).
- (4) Es ist sodann wünschenswert, eine klare Regelung des Übergangsrechts in das Rundschreiben Nr. 1 aufzunehmen (vgl. die Ausführungen in Rz. (47) f.).

II. BEMERKUNGEN ZUM ENTWURF IM EINZELNEN

1. Zu Rn. 1

- (5) Wir möchten der Übernahmekommission vorschlagen, im Rundschreiben Nr. 1 deutlicher festzuhalten, welche Umstände und Tatsachen als "Bekanntgabe der Absicht, eigene Beteiligungspapiere zu erwerben" zu werten sind.
- (6) Dies erscheint uns insbesondere deshalb bedeutsam, da eine Gesellschaft gemäss Rundschreiben Nr. 1 während der Dauer eines öffentlichen Rückkaufprogramms ausserhalb desselben keine eigenen Aktien erwerben darf (vgl. diesbezüglich die Bemerkungen zu Rn. 10 in Rz. (15) ff.). Aktienrückkäufe im Rahmen eines Market Makings, Mitarbeiterbeteiligungsprogramms etc. müssten deshalb gegebenenfalls in ein öffentliches Rückkaufprogramm integriert werden – mit entsprechenden Folgen im Zusammenhang mit der Kommunikation dieser Aktivitäten.

2. Zu Rn. 3 - 5

- (7) Wir begrüssen das Konzept eines "Safe Harbor". Im vorliegenden Entwurf wurde dieses Konzept unseres Erachtens jedoch noch nicht hinreichend umgesetzt. Tatsächlich ist der vorgesehene Hafen weniger sicher als unter der heute geltenden Mitteilung Nr. 1, indem nun zum einen keine generelle Freistellung von Rückkäufen, welche sich auf Beteiligungen von maximal 2% des Kapitals beziehen, mehr vorgesehen ist und zum anderen bei Rückkäufen mit Volumen bis maximal 10% des Kapitals einzig eine "widerlegbare Vermutung" bestünde,

dass ein Rückkaufprogramm den Prinzipien des Art. 4 Abs. 2 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote ("UEV") entspricht. Wodurch diese Vermutung widerlegt werden könnte, scheint unklar und wird aus dem Rundschreiben Nr. 1 nicht ersichtlich. Im Interesse der Rechtssicherheit, der Markteffizienz sowie ganz allgemein des Finanzplatzes als liberalem Finanzmarkt, sollte unseres Erachtens die generelle Freistellung von öffentlichen Rückkaufprogrammen bis 2% beibehalten werden. Ferner sollte das Rundschreiben Nr. 1 klare, verlässliche Voraussetzungen vorgeben, bei deren Erfüllen Rückkaufprogramme mit einem Volumen von bis zu 10% im Meldeverfahren ohne Weiteres freigestellt werden.

3. Zu Rn. 6

- (8) Wir begrüßen, dass das Rundschreiben Nr. 1 nunmehr explizit festhält, dass ein Rückkaufprogramm auch mehrere Zwecke verfolgen kann. Wir regen ferner an, im Rundschreiben Nr. 1 explizit festzuhalten, dass Rückkaufprogramme gleichzeitig über die ordentliche sowie über eine zweite Handelslinie erfolgen können und dass mehrere Rückkaufprogramme gleichzeitig möglich sind.

4. Zu Rn. 7

- (9) Die vorgeschlagene Formulierung, wonach die Ausführungen des Rückkaufprogramms nicht zu einer erheblichen Änderung der Kontrollverhältnisse über die Gesellschaft führen dürfen, sind unseres Erachtens nicht hinreichend klar und dürften in der Praxis nur schwierig zu kontrollieren sein.
- (10) Zunächst ist unklar, was als erhebliche Änderung der Kontrollverhältnisse gilt. Gemäss Erläuterungen der Übernahmekommission fallen darunter z.B. auch das Überschreiten der Schwelle von 33 1/3%. Unklar ist überdies, wie die Änderung der Kontrollverhältnisse im Vor herein, zum Zeitpunkt des Gesuchs um Freistellung, bestimmt werden könnte. Soll sie bereits gegeben sein, wenn aufgrund des Rückkaufvolumens eine bestimmte Schwelle überschritten werden *kann* (also beispielsweise in jedem Fall, in dem ein Aktionär mindestens 20% Aktien einer Gesellschaft hält, diese Gesellschaft ein Rückkaufprogramm zur Kapitalherabsetzung im Umfang von 10% lanciert und der Gesellschaft die Absicht des entsprechenden Aktionärs nicht bekannt ist)? Eventuell wäre es angezeigt, eine Vermutung vorzusehen, dass alle Aktionäre proportional Aktien andienen, sofern der Verwaltungsrat keine positive Kenntnis von einer anderen Absicht eines Aktionärs mit einer qualifizierten Beteiligung hat. Überdies wäre davon auszugehen, dass die Gesellschaft keinerlei Verpflichtung trifft, aktiv Aktionäre mit qualifizierten Beteiligungen anzuhalten, ihre allfällige Absicht im Zusammenhang mit dem Rückkaufprogramm kundzutun. Eine andere Regelung würde über die Anforderungen von Art. 4 UEV hinausgehen und widerspräche bereits dem gesellschaftsrechtlichen Grundsatz von Art. 680 Abs. 1 OR, wonach einem Aktionär keine anderen Pflichten als die Liberierungspflicht auferlegt werden können.

5. Zu Rn. 8

- (11) Mit der in Rn. 8 festgehaltenen Voraussetzung geht die Übernahmekommission über die Anforderungen des Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange hinaus.
- (12) Sowohl das derzeit geltende als auch das ab 1. Juli 2009 geltende neue Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange setzen nicht voraus, dass die Voraussetzung einer ausreichenden Streuung, insbesondere die Mindestlimiten von 25% bzw. CHF 25 Mio. auch während der Dauer der Kotierung aufrecht erhalten werden (vgl. Art. 17 i.V.m. Art. 75a des bestehenden Kotierungsreglements bzw. Art. 19 Abs. 2 i.V.m. Art. 26 des neuen Kotierungsreglements). Die Mindestlimite von 25% ist lediglich eine Vorschrift im Zeitpunkt der Kotierung. Die Übernahmekommission sollte unserer Ansicht nach keine strengeren Voraussetzungen als das Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange aufstellen.
- (13) Immerhin scheint die Voraussetzung gemäss Rn. 8 nicht zu gelten, wenn die Mindestschwellen bereits vor Ausführung des Rückkaufprogramms unterschritten werden, was zu begrüssen ist (andernfalls könnte eine stattliche Anzahl an der SIX Swiss Exchange kotierter Firmen gar keine öffentlichen Rückkaufprogramme mehr durchführen).

6. Zu Rn. 9

- (14) Vor dem Hintergrund, dass unter Beteiligungspapieren gemäss Art. 2 UEV einzig Aktien, Partizipationsscheine und Genussscheine – nicht jedoch "Optionsrechte" gemäss alter Übernahmeverordnung-UEK – zu verstehen sind, haben wir keine Bemerkungen zu Rn. 9.

7. Zu Rn. 10/11

- (15) Auf das Verbot, während der Dauer eines Rückkaufprogramms Beteiligungspapiere ausserhalb desselben zu erwerben, ist zu verzichten. Diese Ansicht wird von verschiedenen unserer Kunden gestützt, welche zum Teil äusserst besorgt auf den Entwurf reagiert haben. Die vorgesehene Regelung verstösst gegen das Verhältnismässigkeitsprinzip und führt zu weitreichenden Problemen, insbesondere im Zusammenhang mit einem Aktienrückkauf zur Kapitalherabsetzung.
- (16) Der Grundsatz der Verhältnismässigkeit als Grundprinzip des Verwaltungsrechts ist von der Übernahmekommission zu beachten. Das Verhältnismässigkeitsprinzip fordert, dass Verwaltungsmassnahmen zur Verwirklichung des im öffentlichen Interesses liegenden Ziels geeignet und notwendig sind und überdies die Verhältnismässigkeit von Eingriffszweck und Eingriffswirkung gewahrt wird (statt vieler BGE 130 I 16, E.5; BGE 130 II 425, E.5; HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN, Allgemeines Verwaltungsrecht, 5. Auflage N. 581 ff.). Die Übernahmekommission begründet das Verbot, während der Dauer eines Rückkaufprogramms ausserhalb desselben eigene Aktien zu kaufen, einerseits mit mangelnder Transparenz und andererseits damit, dass ansonsten das bekanntgegebene und genehmigte Volumen von Aktienrückkäufen überschritten werden könnte.

- (17) Zunächst gelten die Regelungen des fünften Abschnittes des Börsengesetzes einzig für "öffentliche Kaufangebote". Nicht öffentliche Kaufangebote sind für die Übernahmekommission deshalb schon von vornherein unbeachtlich, womit sich die Frage der Transparenz, bzw. der Überschreitung des bekanntgegebenen und genehmigten Volumens, für solche Kaufangebote nicht stellt.
- (18) Einer Gesellschaft muss es frei bleiben, im Rahmen ihrer Geschäftsaktivitäten und unter Beachtung gesellschaftsrechtlicher Regeln, eigene Aktien nach freiem Ermessen im Markt zu kaufen – beispielsweise zur Verwendung im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen, eines Market Making (durch eine Bank auf Rechnung der Gesellschaft), der Kurspflege, eines Hedgings etc. Die Regeln des Übernahmerechts passen bereits vom Grundsatz her nicht auf solche Tätigkeiten, bei denen die entsprechende Gesellschaft (bzw. eine Bank auf Rechnung der Gesellschaft) laufend aktiv eigene Aktien erwirbt und wieder veräussert. Überdies erfolgen diese Tätigkeiten oft gerade im Interesse der Investoren, mitunter aufgrund entsprechender Auflagen der SIX Swiss Exchange (vgl. beispielsweise den Fall Athris Holding AG (Kotierungsprospekt vom 27. März 2009, S. 1), in welchem die SIX Swiss Exchange die Kotierung – und die Übernahmekommission das Rückkaufprogramm (vgl. Empfehlung vom 26. September 2008 i.S. Athris Holding AG, Rz. 23 f.) – davon abhängig gemacht haben, dass die Gesellschaft ein Market Making sicherstellt).
- (19) Die Transparenz über den Bestand an eigenen Aktien und dessen Veränderung ist bereits durch die Pflicht zur Offenlegung gemäss Art. 20 BEHG hinreichend gewährleistet. In jedem Fall ist jedoch ein Verbot, während der Dauer eines Rückkaufprogramms Beteiligungspapiere ausserhalb desselben zu erwerben, zur Sicherstellung von Transparenz nicht notwendig (und damit nicht verhältnismässig), kann die Transparenz doch mit wesentlich weniger einschneidenden Massnahmen als einem Verbot von Käufen ausserhalb eines Rückkaufprogramms erreicht werden (beispielsweise mittels einer Verpflichtung, der Übernahmekommission regelmässig die Anzahl der gekauften Titel zu melden, ähnlich wie dies bereits heute unter der geltenden Mitteilung Nr. 1 in Ziffer 3.6 für Rückkäufe auf der ordentlichen Handelslinie vorgesehen ist).
- (20) Darf eine Gesellschaft während der Dauer eines Rückkaufprogramms keine entsprechenden Beteiligungspapiere ausserhalb desselben erwerben, müssen die Zwecke eines öffentlichen Rückkaufprogramms zwingend mehrere sein, um neben dem eigentlichen Ziel des Rückkaufprogramms auch alle weiteren aktuell und künftig möglichen Bedürfnisse der Gesellschaft, eigene Aktien zu kaufen, abdecken zu können.
- (21) Der – mit einem solchen Verbot faktisch erzwungenen – Notwendigkeit von Aktienrückkaufprogrammen mit mehreren Zwecken steht allerdings die Praxis der Übernahmekommission entgegen: Ein Aktienrückkaufprogramm mit mehreren Zwecken verunmöglicht einer Gesellschaft, ein Aktienrückkaufprogramm zur Kapitalherabsetzung gemäss dem in der Verfügung Nr. 408/01 vom 2. April 2009 aufgezeigten Verfahren – Grundsatzbeschluss der Generalversammlung gestützt auf einen Prüfungsbericht eines Revisionsexperten und Ablauf der Frist von zwei Monaten nach dem dritten Schuldenruf gemäss Art. 733 OR – durchzuführen, da dieses Verfahren gemäss Übernahmekommission nur bei Rückkäufen mit dem einzigen Zweck der Kapitalherabsetzung möglich ist (vgl. Verfügung Nr. 408/01 vom 2. April

2009, Rz. 10). In der Folge könnte bei einem Rückkauf zur Kapitalherabsetzung gemäss Rundschreiben Nr. 1 nur so vorgegangen werden, dass das Rückkaufprogramm jedes Mal bei Erreichen der Grenze von 10% unterbrochen werden muss und erst wieder aufgenommen werden kann, nachdem die Generalversammlung – gestützt auf den Prüfungsbericht gemäss Art. 732 Abs. 2 OR – die Kapitalherabsetzung beschlossen hat, die zwei Monate nach der dritten Veröffentlichung des Schuldenrufes im SHAB verstrichen sind sowie die angemeldeten Gläubiger befriedigt oder sichergestellt wurden. Während mehr als zwei Monaten dürfte dabei die Gesellschaft jeweils keine einzige eigene Aktie kaufen. Hält eine Gesellschaft – beispielsweise aufgrund eines ausgedehnten Mitarbeiterbeteiligungsprogramms – eine umfangreiche Anzahl eigener Aktien, müsste sie das genannte Prozedere in kurzen Abständen wiederholen und dürfte dabei jeweils während mehr als zwei Monaten keine einzige eigene Aktie kaufen. Diese Beschränkung steht in keinem Verhältnis zum vorgebrachten öffentlichen Interesse und wird in der praktischen Umsetzung hohe Kosten verursachen.

- (22) Alternativ wäre eine Gesellschaft gezwungen, parallel ein zweites Rückkaufprogramm zu lancieren, um – neben dem eigentlich bezweckten Aktienrückkauf zur Kapitalherabsetzung – die weiteren Bedürfnisse der Gesellschaft nach eigenen Aktien abdecken zu können. Dieser Zwang zu parallelen Rückkaufprogrammen zwecks Abdeckung von Bedürfnissen, welche grundsätzlich nicht den Zielen eines öffentlichen Rückkaufprogramms entsprechen – und überdies erhebliche (und eigentlich unnötige) Mehrkosten verursacht (Gebühren der Übernahmekommission, zweisprachiges Inserat etc.) – steht in keinem Verhältnis zum öffentlichen Interesse.
- (23) Schliesslich lässt sich generell fragen, ob es der vorgebrachten Transparenz förderlich wäre, wenn Gesellschaften, welche ein öffentliches Rückkaufprogramm durchführen möchten, faktisch gezwungen werden, den Umfang des Rückkaufprogramms höher und die Zwecke breiter anzugeben als den Umfang bzw. Zweck des eigentlichen Rückkaufprogramms – einzig um alle möglichen aktuellen und künftigen Bedürfnisse der Gesellschaft, eigene Aktien kaufen zu können, abzudecken.
- (24) Aus all den genannten Gründen ersuchen wir die Übernahmekommission, auf das Verbot, während der Dauer eines Rückkaufprogramms Beteiligungspapiere ausserhalb desselben zu erwerben, zu verzichten.

8. Zu Rn. 12

- (25) Die Formulierung in Rn. 12 erscheint uns missverständlich.
- (26) Es ist insbesondere unklar, ob damit das von der Übernahmekommission in ihrer Verfügung Nr. 408/01 vom 2. April 2009 akzeptierte Verfahren festgelegt wird oder strengere Voraussetzungen festgeschrieben werden sollen. Eventuell wäre es angezeigt, klarzustellen, dass die Kapitalherabsetzung nicht bereits vollzogen sein muss, bevor eine Gesellschaft insgesamt

Aktien im Umfang von mehr als 10% halten kann, sondern dass es hinreichend ist, wenn das Verfahren gemäss Verfügung Nr. 408/01 vom 2. April 2009 eingehalten wird.

- (27) Weiter möchten wir die Übernahmekommission dazu anregen, die Behandlung der Frage des Art. 659 OR generell noch einmal zu überdenken. Aufgrund unserer Analyse der Rechtslage sollte und dürfte die Übernahmekommission nicht über die komplexen und umstrittenen Fragen entscheiden, welche Art. 659 OR aufwirft.
- (28) Die Vorschrift von Art. 659 OR ist nicht börsen-, sondern gesellschaftsrechtlicher Natur. Seit Unterstellung unter das Verwaltungsverfahrensgesetz per 1. Januar 2009 kann die Übernahmekommission grundsätzlich als Behörde gelten und folglich auch nicht börsenrechtliche Fragen vorfrageweise prüfen, sofern dies für die richtige Anwendung des Übernahmerechts notwendig ist (vgl. HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN, Allgemeines Verwaltungsrecht, 5. Auflage, N 58 ff.; Urteil (des Bundesgerichts) A.394/2000 vom 2. Juli 2001, E. 5 c). Die vorfrageweise Prüfung zivil- und gesellschaftsrechtlicher Fragen erlaubt es der Übernahmekommission jedoch nicht, in zivilrechtlichen Fragen Position zu beziehen, welche komplexe Probleme aufwerfen ("d'intervenir sur des questions de droit civil [...] qui pose un problème complexe" vgl. Urteil (des Bundesgerichts) A.394/2000 vom 2. Juli 2001, E. 5 c). Überdies ist ihre vorfrageweise Kognition zivil- und gesellschaftsrechtlicher Fragen bereits aufgrund der Formulierung in Art. 4 Abs. 2 UEV auf eigentliche Umgehungstatbestände beschränkt.
- (29) Die Frage, unter welchen Voraussetzungen Aktien für die Berechnung der 10%-Grenze von Art. 659 OR zu berücksichtigen sind, ist zweifellos umstritten und komplex (vgl. nur BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 3.A., Zürich 2004, §4 N 294 ff.; TRÜEB, Handkommentar zum Schweizer Privatrecht, Zürich 2007, N 10 zu Art. 659 OR; WERLEN / SULZER, Erwerb eigener Aktien, in: Unternehmen-Transaktion-Recht, Liber Amicorum für Rolf Watter, Zürich/St. Gallen, 2008, S. 493 ff.; ZINDEL, Aktienrückkäufe und Kapitalherabsetzungen. Flexibilisierungen für die Praxis, in: Neuere Tendenzen im Gesellschaftsrecht, Festschrift für Peter Forstmoser, Zürich 2003, S. 588 ff. und 594.). Überdies existiert unseres Wissens keine einschlägige gefestigte Gerichtspraxis. Aus diesen Gründen fehlt der Übernahmekommission unseres Erachtens die gesetzliche Grundlage, um vorfrageweise eine entsprechende Position zu beziehen, welche letztlich mit weitreichenden gesellschaftsrechtlichen Folgen für die entsprechenden Gesellschaften verbunden ist. Dies ist insbesondere auch vor dem Hintergrund zu sehen, dass der Schutzgedanke von Art. 659 OR, der Gläubigerschutz (vgl. BGE 117 II 290 E.4 d aa; Empfehlung der UEK vom 12. April 1999 i.S. Altin Ltd., E. 3.1), nicht unter die für die Übernahmekommission im Rahmen der Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen relevanten Grundsätze der Gleichbehandlung, Transparenz, Lauterkeit sowie Treu und Glauben (Art. 4 UEV) fällt.
- (30) Die Übernahmeverordnung (UEV) sieht in Art. 37 darüber hinaus lediglich eine beschränkte Kognition bei Abwehrmassnahmen vor, die offensichtlich das Gesellschaftsrecht verletzen. In anderen Fällen steht der Übernahmekommission unseres Erachtens *e contrario* keine Kognition zu. Selbst wenn der Übernahmekommission zugestanden würde, Art. 37 UEV analog dazu auch auf andere Sachverhalte anwenden zu können und ihr weiter zugestanden würde, dass eine offensichtliche Verletzung des Gesellschaftsrechts nicht nur im Falle von Nichtigkeitsgründen gemäss Art. 706b OR bzw. – mit einem Teil der Lehre – Anfechtungsgründen

gemäss Art. 706a OR, vorliegen kann, sondern allgemein die Verletzung des formellen oder materiellen Gesellschaftsrechts umfasst, die aufgrund einer summarischen Prüfung relativ leicht erkennbar sind (vgl. Empfehlung V vom 23. August 2005 in Sachen Saia-Burgess Electronics Holding AG, E.1.3.2), kann sich die Übernahmekommission unserer Ansicht nach nicht gestützt auf eine analoge Anwendung von Art. 37 über eine mutmassliche Verletzung der Vorschriften von Art. 659 OR äussern. Der Blick in die umstrittene Lehre und die fehlende Praxis zur Frage, unter welchen Voraussetzungen Aktien für die Berechnung der 10%-Schwelle von Art. 659 OR einzubeziehen sind (vgl. Rz. (29), oben), zeigt bereits, dass eine Verletzung von Art. 659 OR keinesfalls aufgrund einer summarischen Prüfung als relativ leicht erkennbar gelten kann.

- (31) Vor diesem Hintergrund liegt es nicht in der Kompetenz der Übernahmekommission, die gesellschaftsrechtliche Frage der Berechnung der 10%-Frist in Art. 659 OR, insbesondere das Verhältnis zwischen Art. 659 OR und den Vorschriften über die Kapitalherabsetzung von Art. 732 ff. OR, zu prüfen.
- (32) Das im Rundschreiben Nr. 1 vorgesehene Konzept, wonach die Gesellschaft bei Erreichung der 10%-Schwelle eine entsprechende Anzahl eigener Aktien veräussern soll, verstösst im Falle eines Rückkaufs über eine zweite Handelslinie gegen die aktuell geltende Praxis der Eidgenössischen Steuerverwaltung und würde von dieser möglicherweise als Steuerumgehung beurteilt – mit der Konsequenz, dass die Verrechnungssteuer nicht zurückerstattet würde (vgl. Urteil (des Bundesgerichts) 2A.660/2006 vom 8. Juni 2007; MARTI/WETLI, Steuerlicher Fallstrick beim Handel mit eigenen Aktien, Schweizer Treuhänder 3/2009, S. 175 ff).
- (33) Der Hinweis auf Art. 659 OR sollte schliesslich auch deshalb unterbleiben, da das Rundschreiben Nr. 1 auch auf nach ausländischem Recht organisierte Gesellschaften anwendbar sein kann.
- (34) Wir erlauben uns überdies darauf hinzuweisen, dass der Prüfungsbericht der Revisionsstelle nicht einen Prüfungsbericht "gemäss Art. 732 Abs. 2 OR" darstellt und auch nicht darstellen kann, zumal er sich nicht auf den eigentlichen Kapitalherabsetzungsbeschluss gemäss Art. 732 Abs. 1 OR bezieht, sondern auf einen Grundsatzbeschluss über eine Kapitalherabsetzung im Maximalbetrag. Entsprechend wäre auf einen Prüfungsbericht "in Anlehnung an Art. 732 Abs. 2 OR" zu verweisen.

9. Zu Rn. 16/26

- (35) Die Reduktion der Frist auf sechs Monate würde wohl nicht zu einer Harmonisierung mit den übrigen einschlägigen Fristen des Übernahme- und Gesellschaftsrechts führen, da die dortigen Sechsmonatsfristen nach ständiger und gefestigter Auffassung als Frist von neun Monaten zu lesen sind (vgl. BÖCKLI/DRUEY/FORSTMOSER/HIRSCH/NOBEL, Rechtsgutachten zu Händen der Schweizerischen Zulassungsstelle betr. die Veröffentlichung von Zwischenabschlüssen in Emissionsprospekten, SZW 65 (1993), 282 ff.; BSK-ZINDEL/ISLER Art. 652a OR N 4; BÖCKLI, Aktienrecht § 2 N 107, FORSTMOSER/MEIER-HAYOZ/NOBEL § 52 N 106, NOBEL, Finanzmarktrecht, § 11 N 216).

- (36) Die jetzige Formulierung des Rundschreibens Nr. 1 würde dazu führen, dass eine Gesellschaft in der Zeitspanne zwischen dem jeweiligen Stichtag und der Veröffentlichung des konsolidierten Abschlusses, welche ohne weiteres mehrere Wochen oder gar Monate betragen kann, keine Beteiligungspapiere kaufen dürfte. Dass dies nicht dem Sinn der Regelung entsprechen kann, zeigt sich bereits darin, dass dadurch die black-out-Periode von zehn Börsentagen vor der Mitteilung der Finanzergebnisse gemäss Rn. 15 bzw. 25 des Rundschreibens Nr. 1 in aller Regel gar nicht mehr zur Anwendung käme.
- (37) Zur Verdeutlichung schlagen wir überdies vor, nach dem Wort "Abschlusses" präzisierend einzufügen "*(Jahres- oder Zwischenabschluss)*".

10. Zu Rn. 31

- (38) Da die Voraussetzungen von Rn. 28, 29 und 30 alternativ sind, sollte der Text in Rn. 31 unseres Erachtens lauten: "[...] dass die in Rn 28, 29 oder 30 genannten Voraussetzungen eingehalten wurden."
- (39) Darüber hinaus stellt sich die Frage, ob im Falle von Banken oder Effektenhändlern (Rn. 30) überhaupt eine Bestätigung durch die Revisionsstelle sinnvoll ist, zumal diese Anbieter bereits einer umfassenden, prudentiellen Regulierung und Aufsicht unterstehen.

11. Zu Rn. 36

- (40) Damit Aktienrückkaufprogramme auf einer zweiten Handelslinie durchgeführt werden können, ist sicherzustellen, dass Investoren tatsächlich einen Anreiz haben, ihre Aktien auf der zweiten Handelslinie anzudienen. Der Preis auf der zweiten Handelslinie wird durch die Marktkräfte definiert. Es ist jedoch sicherzustellen, dass nicht durch eine zu enge Vorgabe einer Preisdifferenz bewirkt wird, so dass sich der Verkauf über die zweite Handelslinie für Arbitrageure nicht mehr rechnen würde. Diese Gefahr scheint uns bei einer Begrenzung der Preisdifferenz auf 2% gegeben – auch wenn sich die Preisspanne bisher oft im Bereich von unter 2% bewegte. Die Preisdifferenz ist daher bei 5% zu belassen, zumal diese Regelung unseres Wissens in der Praxis nie zu Problemen Anlass gab.

12. Zu Rn. 42

- (41) Wir bitten die Übernahmekommission zu erwägen, Angebotsinserate alternativ auch in englischer Sprache zuzulassen. Dies erscheint insbesondere auch vor dem Hintergrund der entsprechenden Regelung in Art. 8 des neuen Kotierungsreglements der SIX Swiss Exchange sinnvoll.

13. Zu Rn. 46-53

- (42) Wie bereits in der Stellungnahme zu den Rn. 3–5 ausgeführt (siehe Rz. (7)), würden wir es begrüßen, wenn ein noch klareres Konzept eines "Safe Harbor" eingeführt würde, welches den betroffenen Gesellschaften erlaubt, klar und einfach festzustellen, ob ein öffentliches Rückkaufprogramm generell freigestellt ist, dem Meldeverfahren unterliegt oder von der Übernahmekommission mittels Gesuch zu entscheiden ist.
- (43) Ein solches, klares "Safe Harbor"-Konzept ist für die betroffene Gesellschaft nicht zuletzt auch unter dem Aspekt der zeitlichen Planung eines Rückkaufprogramms von grosser Bedeutung – beispielsweise wenn es darum geht, ein Aktienrückkaufprogramm mit der Vorbereitung einer Generalversammlung abzustimmen.

14. Zu Rn. 49

- (44) Der Free Float erscheint uns als kein geeigneter und notwendiger Massstab der Liquidität eines Titels. Die Liquidität hängt vielmehr auch von der Anzahl Aktionäre und der Marktkapitalisierung des Free Float ab. Überdies kann die Liquidität eines Titels auch mittels eines Market Makings sichergestellt werden, wie die Übernahmekommission bereits in Ihrer Empfehlung vom 26. September 2008 i.S. Athris Holding AG, Rz. 23 anerkannte.
- (45) Vor diesem Hintergrund ist die Voraussetzung, dass eine Freistellung im Meldeverfahren nur möglich sein soll, wenn das Volumen eines Rückkaufprogramms 20% des Free Float nicht überschreitet, unseres Erachtens kein geeignetes Abgrenzungskriterium für die Frage, ob eine Freistellung im Meldeverfahren oder mittels Verfügung erfolgen kann.

15. Zu Rn. 51

- (46) Vor dem Hintergrund, dass a) keine generelle Freistellung von öffentlichen Rückkaufprogrammen über eine Beteiligung von maximal 2% des Kapitalsmehr vorgesehen ist, dass b) das beantragte Volumen eines Rückkaufprogramms in Zukunft grösser sein muss als für den eigentlich geplanten Aktienrückkauf nötig, um weitere Bedürfnisse nach eigenen Aktien abzudecken, dass c) aus denselben Gründen wohl vermehrt parallele Rückkaufprogramme lanciert werden müssen und dass d) aufgrund des Mangels einer effektiven "Safe Harbor"-Regel und der Möglichkeit der Übernahmekommission, die Prüfung eines Rückkaufprogramms jederzeit an sich zu ziehen, die Übernahmekommission vermehrt durch Verfügungen statt im Rahmen des Meldeverfahrens entscheiden wird, möchten wir anregen, die vorgesehene Gebührenstruktur zu überdenken. Die generelle Erhöhung der Mindest- und Maximalgebühr auf das Doppelte der bisherigen Gebühren – ohne weitere Begründung – erscheint uns nicht angemessen.

16. Übergangsrecht

- (47) Wir sind der Ansicht, dass explizit festgehalten werden sollte, dass die Bestimmungen des Rundschreibens Nr. 1 nicht auf zum Zeitpunkt des Inkrafttretens des Rundschreibens Nr. 1 bereits laufende Transaktionen anwendbar sind.
- (48) Dies gilt insbesondere mit Bezug auf allfällige Einschränkungen für Transaktionen ausserhalb eines Aktienrückkaufprogramms – sei es über die ordentliche Handelslinie oder ausserbörslich.

Wir hoffen, sehr geehrter Herr Präsident, sehr geehrte Damen und Herren, dass Sie unsere vorstehenden Bemerkungen und Hinweise hilfreich finden und wohlwollend prüfen. Für allfällige Fragen stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Mit vorzüglicher Hochachtung



Philippe A. Weber



Andreas I. Casutt

Par courrier ordinaire et électronique

Commission des OPA
Selnaustrasse 30
Postfach
8021 Zurich

Genève, Zurich et Lausanne, le 5 juin 2009
9992.053 / IFFLJ

Exonération des programmes de rachat d'actions Consultation publique sur le projet de Circulaire no 1

Monsieur le Président,
Mesdames et Messieurs,
Chers Confrères,

Nous avons pris connaissance du projet de nouvelle Circulaire no 1 de la COPA concernant l'exonération des programmes de rachat d'actions daté du 24 avril 2009, ainsi que du rapport explicatif que votre Commission a préparé à ce sujet. Nous vous remercions d'avoir donné à notre étude l'occasion de se prononcer sur ces textes.

Notre étude partage l'appréciation selon laquelle une adaptation de la Communication no 1 à l'évolution de la pratique et des moyens techniques serait opportune. Toutefois, notre étude a des réserves quant aux modifications proposées par votre Commission. A notre sens, ces dernières:

Associés Genève: Caroline Delétra* • Dominique F. Rochat • Andreas von Planta • Benoît Chappuis
Shelby du Pasquier • Guy Vermeil • Paolo Michele Patocchi • Mark Barmes* • François Rayroux • Jean-Blaise Eckert • Daniel Tunik •
Olivier Stahler • Andreas Rötheli • Xavier Favre-Bulle • Benoît Merkt • David Ledermann • Jacques Iffland • Daniel Schafer
Zürich: Christoph Reinhardt • Rudolf Tschäni • Urs L. Baumgartner • Patrick Hünerwadel • Stefan Breitenstein
Matthias Oertle • Martin Burkhardt • Heini Rüdisühli • Marcel Meinhardt • Patrick Schleiffer • Thierry Calame • Beat Kühni
Lukas Morscher • Alex Wittmann • Tanja Luginbühl • Jürg Simon • Matthias Wolf • Hans-Jakob Diem • Pascal Hinny • Harold Frey
Lausanne: Lucien Masmejan

- n'apportent pas les modifications souhaitables au régime actuellement en vigueur (voir la section 1 ci-dessous);
- compliquent et rigidifient substantiellement le régime actuel, sans que la nécessité de telles modifications soit démontrée (voir la section 2 ci-dessous); et
- introduisent un régime à notre avis illégal, en permettant à la COPA de se prononcer sur des questions de droit des sociétés (le respect de l'art. 659 ss. CO et des règles applicables en matière de réduction de capital) pour lesquelles cette autorité n'est pas compétente (voir la section 2.2 ci-dessous).

Notre étude craint en particulier que le nouveau régime envisagé se montre contre-productif, en incitant les émetteurs à ne pas annoncer leurs programmes de rachat, de façon à éviter l'application de la réglementation sur les OPA et les coûts qui y sont associés.

En outre, le moment nous semble être mal choisi pour une révision de l'ampleur envisagée. Le projet de révision du droit de la société anonyme actuellement en discussion devant les Chambres fédérales prévoit des modifications importantes du régime applicable en matière de rachat d'actions propres et de réduction de capital, en particulier par l'introduction de la "marge de fluctuation du capital". Le risque existe que le nouveau droit de la société anonyme s'avère d'emblée incompatible avec la Circulaire no 1 envisagée (voir à ce sujet la section 3 ci-dessous).

Notre étude propose donc que la révision envisagée soit limitée à:

- une réforme des *règles de publication* des annonces de rachat et de transaction (abandon de l'exigence de publication dans la presse, possibilité de publier les annonces de rachat en anglais exclusivement);
- la création d'un régime permettant de déléguer au *broker* mandaté le pouvoir de procéder à des rachats pour le compte de l'émetteur en période de *black-out* dans le cadre d'un programme de rachat exonéré en procédure d'annonce; et
- la création d'un véritable *safe harbour* pour les programmes de rachat les plus simples, c'est-à-dire d'un régime permettant aux émetteurs de pouvoir racheter leurs propres titres de participation sans devoir obtenir une exonération *ad hoc* de la COPA dans chaque cas particulier.

Nous proposons qu'il soit renoncé à toute autre réforme jusqu'à l'entrée en vigueur du nouveau droit de la société anonyme.

1. Améliorations souhaitables de la réglementation actuelle

De manière générale, notre étude estime que le régime consacré par la Communication no 1 s'est révélé essentiellement approprié au cours des années, en créant un équilibre adéquat entre les impératifs de transparence et d'égalité de traitement, de rapidité des procédures, et de coûts de mise en œuvre.

A notre sens, les trois principales faiblesses de la réglementation actuelle sont les suivantes:

1.1 Inégalité de traitement entre rachats "occultes" et "annoncés"

Le droit suisse a la particularité d'appréhender les rachats d'actions par le biais des règles sur les OPA. Il s'agit là, à notre connaissance, d'une situation exceptionnelle au niveau international. En Europe comme aux Etats-Unis, les rachats d'actions sont régis (outre par le droit des sociétés) par les règles relatives aux abus de marché¹.

Cette particularité de la réglementation suisse a pour conséquence que les rachats d'actions ne sont réglementés que s'ils sont *annoncés*. Un rachat d'actions non annoncé ne peut pas être assimilé à une offre publique d'acquisition au sens de l'art. 2 lit. e LBVM, et ne peut donc pas être assujéti à la réglementation sur les OPA. A l'heure actuelle, il n'existe pas d'obligation générale pour les émetteurs d'annoncer leur intention de racheter leurs propres titres de participation. Seules les règles sur la publicité événementielle sont applicables dans ce domaine. Or ces règles n'obligent à annoncer que les opérations susceptibles d'entraîner une "modification notable des cours"². Cette condition n'est réalisée que pour les activités de rachat qui revêtent une certaine importance. Les programmes de rachat de moindre importance n'ont donc pas besoin d'être annoncés.

La conséquence paradoxale de cette situation est que les programmes de rachat les moins transparents (parce que non annoncés) ne sont soumis à aucunes règles, alors que les programmes de rachat dûment annoncés sont soumis à des exigences relativement détaillées.

Ainsi, le régime actuel a le défaut majeur d'inciter les émetteurs à ne pas annoncer leurs programmes de rachat d'actions. Il ne sera pas possible de remédier à cette situation tant que ces opérations seront réglementées par le biais des règles sur les OPA. Une réglementation dont la mise en œuvre est trop onéreuse pourrait nuire à la transparence du marché au lieu de l'améliorer, en dissuadant les émetteurs d'annoncer leur intention de racheter leurs titres.

Pour ce motif, nous sommes d'avis que:

- *dans l'immédiat*, il est essentiel que le régime applicable aux rachats d'actions – tout en garantissant la transparence et la loyauté du processus, ainsi que l'égalité de

¹ Voir en particulier la règle 10b-18 américaine, ainsi que l'art. 8 de la Directive 2003/6/CE sur les abus de marché et le les art. 3 ss. du Règlement (CE) n° 2273/2003.

² Art. 72 al. 1 du Règlement de cotation du SIX Swiss Exchange actuellement en vigueur ("**RC**"); art. 53 al. 1 du nouveau Règlement de cotation du SIX Swiss Exchange, qui entrera en vigueur le 1^{er} juillet 2009 ("**nRC**").

traitement des investisseurs – soit également simple et peu onéreux à mettre en œuvre;

- à *moyen terme*, la COPA devrait chercher à mettre fin au régime actuel, et faire en sorte que les rachats d'actions soient intégrés dans le régime de répression des abus de marché actuellement en discussion, et ne soient plus régis par les règles sur les OPA.

Dans le régime actuellement en vigueur, les principales sources de coûts et de lourdeur résident dans:

- le besoin de publier une annonce de rachat en deux langues dans la presse; et
- le besoin d'obtenir une exonération *ad hoc* de la COPA pour chaque opération (y compris pour celles qui satisfont aux conditions d'exonération par procédure d'annonce).

Il nous apparaît que ces deux défauts de la réglementation actuelle pourraient être facilement corrigés, et nous regrettons que le projet de nouvelle Circulaire no 1 ne prévoise aucune modification à cet égard. Ces points sont discutés ci-dessous.

1.2 *Lourdeur et caractère onéreux du mode de publication des annonces de rachat*

Le régime consistant à publier des annonces dans la presse écrite pour des opérations financières de routine est maintenant anachronique, et suscite des coûts et des lenteurs injustifiés. Il nous apparaît que la COPA devrait tenir compte de la tendance générale de la réglementation financière suisse, qui permet toujours plus souvent de procéder aux annonces réglementaires *online*, et ne requiert plus qu'exceptionnellement de publication dans la presse³.

Nous proposons que:

- le formulaire "*Annonce d'un programme de rachat*" puisse être rempli en ligne (plutôt qu'au moyen d'un document physique);
- le *contenu du formulaire* soit *publié sur le site internet de la COPA*;
- l'annonce de cotation puisse être publiée *en anglais exclusivement*;
- il soit *renoncé à toute autre exigence de publication dans la presse*; et
- les annonces de transactions ainsi que les annonces relatives à la mise à terme des programmes de rachat puissent également être faites en ligne (sans publication dans la presse).

³ Voir notamment les ch. 44 ss. de la Directive du SIX concernant la publicité des transactions du management du 7 janvier 2005, ainsi que l'art. 23 OBVM-FINMA pour ce qui concerne l'annonce des participations importantes. Le SIX autorisera aussi des publications électroniques des annonces de cotation dès le 1^{er} juillet 2009 (voir l'art. 38 nRC).

Un tel régime serait à notre sens à la fois plus simple, moins onéreux, et plus transparent que le régime actuel et le nouveau régime envisagé. Il permettrait en effet:

- d'éviter aux émetteurs les frais liés à la publication d'annonces commerciales (qui dépassent souvent CHF 10'000 en pratique);
- d'éviter des frais importants de traduction, tout en assurant la cohérence des règles de la COPA en matière de langue des documents avec celles du SIX⁴;
- d'assurer une diffusion plus rapide des informations pertinentes (en évitant les délais qui séparent typiquement l'envoi d'une annonce commerciale à l'annonceur et sa publication dans la presse);
- d'assurer une plus grande transparence des processus de rachat, en centralisant les informations pertinentes à un seul endroit; l'expérience montre que les annonces faites dans la presse sont souvent difficile à obtenir *a posteriori* et ne sont que peu accessibles hors de Suisse.

1.3 Nécessité d'obtenir une décision ad hoc de l'autorité pour chaque programme de rachat

Le chiffre 3 du projet de circulaire qualifie de "*safe harbour*" le régime d'autorisation par procédure d'annonce. Cette affirmation n'est cependant pas entièrement exacte. Les "*safe harbours*" que prévoient les réglementations étrangères (comme par exemple la règle américaine 10b-18 et le Règlement (CE) no 2273/2003 du 22 décembre 2003) fixent des règles qu'il est de la responsabilité des émetteurs eux-mêmes de mettre en œuvre. Ces réglementations ne prévoient pas d'intervention de l'autorité pour chaque opération, comme la Communication no 1 le fait actuellement pour les programmes de rachat qui portent sur plus de 2% du capital de l'émetteur, et comme le projet de circulaire le prévoit pour tous les rachats.

Le régime suisse est particulièrement lourd en comparaison internationale. Il est aussi onéreux pour la COPA, qui doit consacrer une partie non négligeable de ses ressources à l'examen de transactions de routine, qui ne sont que rarement pertinentes du point de vue de la réglementation sur les OPA. En outre, le régime actuel retarde la mise en œuvre des transactions concernées (compte tenu du temps requis pour permettre à la COPA d'examiner le cas) et s'avère onéreux (compte tenu des frais liés à la publication des annonces de rachat ainsi que des émoluments perçus par la COPA).

Enfin, les actionnaires détenant 2% des droits de vote de la société visée pouvant désormais demander à participer aux procédures de la COPA (art. 33b al. 3 LBVM), on peut se demander s'il est encore loisible à la COPA d'exonérer des programmes de rachat d'actions sans donner l'occasion aux actionnaires minoritaires de s'opposer à ses décisions (art. 60 OOPA, auquel renvoie le chiffre 56 du projet de circulaire).

⁴ Dès le 1^{er} juillet 2009, les annonces de cotation – comme les autres documents relatifs à la cotation – pourront être rédigées et publiées en anglais sans être traduites dans une langue nationale (art. 8 nRC).

Nous proposons par conséquent que la procédure d'exonération par voie d'annonce actuelle soit remplacée par un régime dans lequel la COPA n'est pas appelée à se prononcer sur chaque opération qui remplit les conditions d'exonération, mais seulement dans les cas dans lesquels ces conditions ne sont pas réunies ou respectées.

2. Problèmes liés au nouveau régime envisagé

Le projet de nouvelle Circulaire no 1 a le défaut de ne pas apporter de solution satisfaisante aux problèmes mentionnés à la section 1 ci-dessus. En outre, contrairement à ce qui est affirmé dans le rapport de votre Commission du 24 avril 2009, les modifications envisagées ne se limitent pas à "codifier la pratique". Le projet de nouvelle Circulaire no 1 introduit plusieurs nouveautés importantes, qui poseraient de grandes difficultés si elles étaient adoptées.

2.1 *Suppression de l'exonération automatique des programmes portant sur moins de 2% du capital des émetteurs*

Le projet de nouvelle Circulaire no 1 supprime le régime d'exonération automatique dont bénéficient actuellement les programmes de rachat portant sur moins de 2% du capital de l'émetteur. Le rapport de votre Commission ne fournit aucune explication sur la raison de cette réforme, alors que cette dernière alourdit considérablement les obligations mises à la charge des émetteurs. Nous pensons que cette modification est inopportune, et constitue une mesure disproportionnée.

2.2 *Règles tendant à garantir le respect des art. 659 ss. CO*

Le projet de nouvelle Circulaire no 1 (ch. 12) consacre la pratique – pourtant controversée – par laquelle la COPA considère avoir "la responsabilité de s'assurer que le programme de rachat soit mis en œuvre de manière à ce que [l]es exigences du droit des sociétés soient respectées"⁵.

Cette pratique est à notre sens illégale. La responsabilité de s'assurer du respect des règles du droit des sociétés appartient au juge civil. Dans l'arrêt *Baumgartner* de 2001 (ATF 2A.394/2000 du 2 juillet 2001 c 5.c), le Tribunal fédéral a expressément nié aux autorités boursières la compétence de se prononcer sur des questions de droit des sociétés. Selon le Tribunal fédéral, une dérogation à ce principe ne se justifie que là où l'application du droit des OPA nécessite l'élucidation d'une question préalable de droit des sociétés. Toutefois, cette condition n'est pas réalisée en matière de rachat de titres de participation. Comme le souligne le projet de Circulaire no 1 mis en consultation, ce texte doit assurer "l'égalité de traitement, la transparence, la loyauté et la bonne foi" des rachats d'actions. Ces objectifs sont étrangers à la réglementation des art. 659 ss. CO, dont l'objectif est d'assurer la protection des créanciers de l'émetteur, et non la protection des actionnaires ou

⁵ Rapport sur le projet de Circulaire no 1 de la COPA, page 4.

du marché. En revendiquant la compétence de s'assurer du respect des art. 659 ss. CO, la COPA n'assure pas le respect de la réglementation boursière, mais se substitue purement et simplement au juge civil. Un tel régime contrevient aussi bien aux art. 23 al. 3 et 33a al. 1 LBVM qu'à la jurisprudence précitée du Tribunal fédéral.

Le régime applicable aux mesures de défense des sociétés visées par des OPA hostiles ne justifie pas une autre conclusion. Il est vrai que la COPA se reconnaît dans ce domaine la compétence d'intervenir en cas de violation manifeste du droit des sociétés⁶. Toutefois, son intervention dans ce domaine repose sur une base légale plus ou moins explicite⁷. Une telle base légale fait défaut en matière de rachat d'actions. La compétence de la COPA pour se prononcer sur des questions de droit des sociétés est donc l'exception, et non la règle. Le régime prévu au chiffre 12 du projet de nouvelle Circulaire no 1 est donc à notre sens illégal et doit être supprimé.

En outre, l'interprétation donnée par la COPA de l'art. 659 CO est indûment restrictive. L'interdiction de procéder à des rachats au-delà de la limite de 10% de l'art. 659 CO avant l'échéance du délai de deux mois de l'art. 733 CO en cas de réduction de capital décidée par l'assemblée générale ne correspond pas à l'opinion qui prévaut en doctrine. Selon cette dernière, l'art. 659 CO ne *s'applique pas* aux opérations de réduction de capital décidées par l'assemblée générale⁸. Il n'y a donc pas lieu d'attendre l'échéance du délai d'appel aux créanciers de l'art. 733 CO pour franchir le seuil de 10% du capital. Le chiffre 12 du projet de circulaire marque ainsi non seulement une intervention de la COPA dans un domaine dans lequel elle n'est pas compétente, mais consacre de surcroît une interprétation inexacte du droit des sociétés.

2.3 *Interdiction des rachats d'actions "hors programme"*

Le chiffre 10 du projet de nouvelle Circulaire no 1 interdit aux émetteurs d'acquérir les titres visés par un programme de rachat en dehors de celui-ci.

Les conséquences de cette règle nous semblent être peu claires lorsque les rachats d'actions sont réalisés sur une ligne de négoce spéciale. En effet, les actions acquises dans ce contexte doivent généralement être annulées. Le projet de nouvelle circulaire n'indique pas comment, dans un tel cas, un émetteur devrait opérer s'il souhaite acquérir des titres de participation dans un but de revente (par exemple pour assurer le financement d'un programme de *stock options* ou pour couvrir les obligations de livraison résultant de l'émission d'emprunts convertibles ou à option). Le projet de circulaire n'indique pas si l'offrant devrait, dans un tel cas, faire approuver *deux* programmes de rachat distincts (un pour les rachats réalisés sur la ligne ordinaire de négoce, et un pour les rachats réalisés sur la seconde ligne), ou si les deux types de rachats pourraient coexister dans le cadre du même programme.

⁶ Art. 37 OOPA.

⁷ Art. 29 al. 3 LBVM.

⁸ PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 3^{ème} éd, §4 N 232.

Il nous apparaît que la modification envisagée sur ce point n'apporte pas la clarification souhaitée au régime actuel, et est au contraire source d'incertitudes. Nous proposons par conséquent qu'il y soit renoncé.

2.4 *Interdiction de principe des rachats d'actions six mois après la date de clôture des comptes*

Le projet de circulaire interdit aux émetteurs d'initier un programme de rachat à prix fixe – et les oblige en principe à interrompre leur activité de rachat – lorsque les derniers comptes consolidés publiés ont été arrêtés à une date qui remonte à plus de six mois (ch. 16 et 26).

Cette nouvelle exigence nous semble être disproportionnée. Pour la plupart des émetteurs, elle revient à interdire les activités de rachat pendant plusieurs semaines (typiquement pendant les mois de janvier et juillet), sans que cela se justifie nécessairement par la détention d'informations privilégiées. En effet, le projet de nouvelle circulaire limite à juste titre la période pendant laquelle l'émetteur est "présumé" disposer d'informations privilégiées aux 10 jours de bourse qui précèdent la communication aux médias de résultats financiers (chiffres 15 et 25 du projet de nouvelle circulaire). Il est excessif et contradictoire de vouloir étendre cette période de suspicion au-delà de cette limite. D'ailleurs, le rapport du 26 avril 2009 de votre Commission ne fournit aucune justification pour une mesure aussi extrême. Il indique seulement un souhait de vouloir "harmoniser" le régime des délais prévus par le droit boursier et des sociétés. Or les délais auxquels il est fait référence sont sans rapport avec les opérations de rachat d'actions. L'argument avancé est donc impropre à justifier la mesure envisagée.

2.5 *Prise en compte du "free float" pour juger de la disponibilité d'une exonération en procédure d'annonce*

Le projet de nouvelle circulaire ne permet au secrétariat d'exonérer un programme de rachat en procédure d'annonce que si le volume du programme n'excède pas 20% du *free float*, calculé selon les règles de la bourse à laquelle les titres de participation sont cotés (ch. 49).

Cette nouvelle exigence nous semble être inutile. Le projet de circulaire subordonne déjà l'exonération d'un programme en procédure d'annonce à la condition que son exécution n'entraîne pas le franchissement à la baisse des seuils minimaux nécessaires à la cotation du titre (ch. 8). Cette dernière exigence permet déjà d'éviter qu'un programme de rachat autorisé en procédure d'annonce puisse réduire le flottant du titre concerné de façon excessive. Il est donc injustifié d'imposer une restriction procédurale supplémentaire à cet effet. Une référence au *free float* se justifie d'autant moins que les règles de cotation n'imposent généralement aucune obligation continue aux émetteurs dans ce domaine. Ainsi, selon les règles du SIX, l'exigence de diffusion minimale des titres s'applique au moment de la cotation du titre, mais non par la suite⁹. La signification exacte de la référence au "*free float*, calculé selon les règles de la bourse à laquelle les titres de participation sont cotés"

⁹ L'exigence de flottant de l'art. 17 RC ne vaut qu'au moment de la cotation, et non par la suite (voir à ce sujet l'art. 75a RC). L'art. 19 nRC est également explicite sur ce point.

(ch. 49) est donc peu claire. Dans la réglementation du SIX, le *free float* est surtout pertinent pour juger de l'appartenance d'un titre à un indice, plutôt que pour juger de son aptitude à rester coté.

Pour ces motifs, nous proposons de renoncer au critère prévu au chiffre 49 du projet de circulaire.

2.6 *Réalisation de transactions en période de black-out*

Notre étude est très favorable au fait que le projet de circulaire permette explicitement aux émetteurs de racheter leurs propres titres de participation en période de "*black-out*", moyennant la prise de mesures destinées à éviter l'exploitation d'informations privilégiées.

Nous doutons cependant que l'hypothèse visée au ch. 28 du projet de circulaire (adoption d'un calendrier précis relatif aux dates et aux volumes du programme de rachat au moment de l'annonce du programme de rachat) soit réaliste. Il nous semblerait préférable d'envisager l'hypothèse dans laquelle l'émetteur donne des instructions irrévocables d'achat à son *broker* (le cas échéant assorties de conditions de prix maximum, mais sans calendrier précis), ou procède à des achats à terme (soit directement, soit au moyen de dérivés). En outre, exiger que les mesures requises aient été prises "au plus tard au moment de l'annonce du programme de rachat" nous semble être disproportionné et priver le régime envisagé de l'essentiel de son utilité. A notre sens, il devrait être suffisant d'exiger que les instructions soient données en dehors d'une période de *black-out*.

Enfin, l'exigence d'une attestation de "*compliance*" de l'organe de révision de l'émetteur ne nous semble se justifier que dans le cas envisagé au ch. 30 du projet de circulaire (transactions réalisées au sein d'une banque ou d'un négociant par des personnes se trouvant séparées par un *Chinese wall*). Dans les autres cas (ch. 28 et 29 du projet de circulaire), il devrait appartenir au *broker* de s'assurer du respect des conditions d'exonération. Ce choix est pertinent, car le *broker* est lui-même assujéti à la surveillance de la FINMA, et présente donc la garantie d'une activité irréprochable. En outre, l'attestation de l'organe de révision prévue au ch. 31 fait double usage avec l'attestation du *broker* prévue au ch. 39.

2.7 *Augmentation des émoluments de la COPA*

Le projet de circulaire prévoit d'augmenter les émoluments perçus pour l'exonération de programmes de rachats en procédure d'annonce. Il prévoit ainsi de faire passer le montant minimum de ces émoluments de CHF 5'000 à 10'000, et le montant maximum de CHF 10'000 à CHF 20'000.

Le rapport du 26 avril 2009 ne fournit aucune explication sur les motifs ou la justification de cette hausse. Cette dernière nous semble être inopportune, eu égard au fait que:

- la suppression du régime d'exonération automatique des programmes portant sur moins de 2% du capital de l'émetteur devrait augmenter le nombre de cas devant être

traités par la COPA, et donc assurer suffisamment d'émoluments supplémentaires pour qu'une augmentation du niveau de ces derniers ne soit pas nécessaire; et

- comme indiqué plus haut, l'exonération *ad hoc* de chaque programme par l'autorité est une particularité suisse qui ne se justifie à notre avis pas.

Nous proposons que les programmes de rachat qui satisfont aux conditions d'exonération en procédure d'annonce bénéficient d'un régime d'exonération automatique sans intervention de l'autorité, et qu'un émolument ne soit par conséquent perçu qu'en présence d'indices d'irrégularité justifiant une intervention de la COPA.

3. Relation entre la révision envisagée, d'une part, et le nouveau droit de la société anonyme et la révision du régime des délits boursiers, d'autre part

Le moment nous semble être mal choisi pour procéder à une réforme aussi importante que celle envisagée par le projet de circulaire.

Les Chambres fédérales examinent actuellement un projet de révision du droit de la société anonyme que le Conseil fédéral a publié en décembre 2007¹⁰. Ce projet prévoit une réforme fondamentale du régime applicable aux rachats de titres de participation, en introduisant implicitement un régime de *réduction de capital autorisée*. Le projet introduit ainsi le concept de "marge de fluctuation du capital", c'est-à-dire de limites maximale et minimale à l'intérieur desquelles le conseil d'administration peut se faire reconnaître la compétence d'augmenter ou de réduire le capital-actions de sa propre initiative¹¹. Ce nouveau régime limite fortement la portée du seuil de 10% de l'art. 659 CO. En effet, le projet du Conseil fédéral prévoit que ce seuil doit être calculé sur la base du *capital émis*¹². Le conseil d'administration pouvant se faire reconnaître la compétence d'annuler lui-même les actions rachetées sans intervention de l'assemblée générale ou d'appel aux créanciers, il lui serait loisible de "remettre à zéro" la limite de 10% de façon autonome. Un tel régime, s'il devait être adopté, remettrait fondamentalement en cause le régime que consacre le projet de circulaire peu de temps après son adoption. Une telle situation nuirait à la sécurité et à la prévisibilité de la réglementation.

Enfin, nous relevons que la commission d'experts constituée en vue de la révision du régime applicable en matière de délits boursiers et d'abus de marché a proposé une réforme relativement profonde de la réglementation suisse dans ce domaine¹³. Les normes proposées devraient – en bonne logique – aussi couvrir les situations de rachat d'actions. Pour ce motif également, nous estimons une réforme importante du régime actuel inopportune à ce stade.

¹⁰ Projet du Conseil fédéral concernant la révision du Code des obligations (Droit de la société anonyme et droit comptable; adaptation des droits de la société en nom collectif, de la société en commandite, de la société à responsabilité limitée, de la société coopérative, du registre du commerce et des raisons de commerce), FF 2008 1571 ss. ("**P-CO**").

¹¹ Art. 653s ss. P-CO.

¹² Message du Conseil fédéral concernant la révision du Code des obligations, FF 2008 1407 ss., ch. 2.1.10, 1476.

¹³ Bericht vom 29 Januar 2009 der Expertenkommission Börsendelikte und Marktmissbrauch.

Croyez, Monsieur le Président, Mesdames, Messieurs, chers Confrères, à l'assurance de nos sentiments distingués.

Rudolf Tschäni

Andreas von Planta

Hans-Jakob Diem

Patrick Schleiffer

Jacques Iffland

von der crone rechtsanwälte

von der Crone Rechtsanwälte AG
Samariterstrasse 5, CH-8032 Zürich
Telefon +41 44 267 59 59
Telefax +41 44 267 59 00
www.vondercrone.ch

Hans Caspar von der Crone
Prof. Dr. iur., LL.M. (Yale), Rechtsanwalt
Direktwahl +41 44 267 59 01
hanscaspar.vondercrone@vondercrone.ch
Eingetragen im Anwaltsregister

Jrena Frauenfelder
Dr. iur., LL.M. (LSE), Rechtsanwältin
Direktwahl +41 44 267 59 08
jrena.frauenfelder@vondercrone.ch
Eingetragen im Anwaltsregister

Per Email: counsel@takeover.ch

Per Einschreiben

Übernahmekommission
Selnaustrasse 30
Postfach
CH-8021 Zürich

Zürich, 5. Juni 2009

Revision der Mitteilung Nr. 1

Sehr geehrter Herr Präsident, sehr geehrte Damen und Herren

Die Übernahmekommission hat interessierte Kreise eingeladen, zur geplanten Revision ihrer Mitteilung Nr. 1 „Rückkäufe von Beteiligungspapieren“ vom 28. März 2000 (**Mitteilung Nr. 1**) Stellung zu nehmen, und hat zu diesem Zweck am 28. April 2009 den Entwurf eines Rundschreibens Nr. 1, neu mit dem Titel „Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen“ (**E-Rundschreiben**), in die Vernehmlassung geschickt.

Nachfolgend nehmen wir im Namen der Anwaltskanzlei von der Crone Rechtsanwälte AG zu ausgewählten Fragen im Zusammenhang mit dem E-Rundschreiben Stellung.

Inhaltsverzeichnis:

I.	Aktienrückkäufe als öffentliche Kaufangebote	2
A.	Grenzen einer Unterstellung unter das Übernahmerecht.....	2
B.	Alternative: Regelung und Überwachung durch die Börsen.....	3
II.	Bemerkungen zum E-Rundschreiben	4
A.	Abschaffung der generellen Freistellung	4
B.	Verfahrensfragen	4
1.	Rechtsfolge bei regelkonformer Ausgestaltung von Rückkaufprogrammen	4
2.	Voraussetzungen für eine Freistellung.....	5
C.	Käufe während des Rückkaufprogramms	5

Einleitend möchten wir festhalten, dass wir die geplante Überarbeitung der Regelung betreffend Aktienrückkäufe begrüßen. Insbesondere scheint es uns sinnvoll, die seit März 2000 entwickelte Praxis der Übernahmekommission zu den Aktienrückkäufen in eine überarbeitete Regelung zu integrieren. Wir möchten allerdings zur Diskussion stellen, ob dies nicht besser im Rahmen einer vollständigen Neuordnung der Aufsicht über Aktienrückkäufe geschehen sollte.

I. AKTIENRÜCKKÄUFE ALS ÖFFENTLICHE KAUFANGEBOTE

Rückkäufe kotierter Aktien durch den Emittenten sind mehreren Normen des Obligationenrechts, des Börsenrechts und des Strafrechts unterstellt. Ein Teil dieser Normen adressiert das Missbrauchspotential solcher Aktienrückkäufe, das sich aus den unvermeidlichen Informationsasymmetrien zwischen zurückkaufender Gesellschaft und Anleger und aus der Einflussnahme der zurückkaufenden Gesellschaft auf die Bildung des Marktpreises ergibt.

Angesichts dieses Missbrauchspotentials kann kein Zweifel daran bestehen, dass diese Aktienrückkäufe in der einen oder anderen Form einer Aufsicht zu unterstellen sind.

A. Grenzen einer Unterstellung unter das Übernahmerecht

Nach der geltenden Praxis sind öffentlich angekündigte Aktienrückkaufprogramme als öffentliche Kaufangebote im Sinne des Börsengesetzes zu qualifizieren. Sie unterstehen damit dem Übernahmerecht und der Aufsicht der Übernahmekommission. Öffentlich angekündigte Rückkaufprogramme lassen sich auf diesem Weg angemessen erfassen, auch wenn die Rechstaatlichkeit des gewählten Vorgehens nicht über jeden Zweifel erhaben ist: Mit ihren zahlreichen und gewichtigen Änderungen der allgemeinen Regeln über die öffentlichen Kaufangebote gehen die Mitteilung Nr. 1 in ihrer geltenden Fassung ebenso wie das E-Rundschreiben an die äusserste Grenze dessen, was sich noch als auslegende Anwendung der einschlägigen Regeln des Börsengesetzes verstehen lässt.

Nachdem sich das Verfahren nach der Mitteilung Nr. 1 in den letzten Jahren in der Praxis etabliert hat, stehen die Bedenken betreffend der gesetzlichen Grundlage für die Erfassung öffentlich angekündigter Aktienrückkaufprogramme als öffentliche Kaufangebote heute nicht im Vordergrund. Nach wie vor ins Gewicht fällt dagegen die Kehrseite dieses Ansatzes: Als öffentliches Kaufangebot lässt sich die Rückkaufstätigkeit von Emittenten von vornherein nur soweit erfassen, als sie öffentlich angekündigt wird. Für Aktienrückkäufe, die ohne öffentliche Ankündigung über den Markt erfolgen, bleibt eine Regelungslücke bestehen. Auch bei solchen verdeckten Aktienrückkäufen stellen sich jedoch Fragen hinsichtlich Informationsasymmetrie und Kursbeeinflussung, ja die fehlende öffentliche Ankündigung des Aktienrückkaufs verschärft diese Probleme noch. Die relative Privilegierung des verdeckten gegenüber dem öffentlich angekündigten Aktienrückkauf setzt zudem falsche Anreize: Wer transparent vorgeht, wird mit einschränkenden Auflagen konfrontiert; wer unangekündigt zurückkauft, ist keinen Einschränkungen unterworfen. Das E-Rundschreiben vermag daran nichts zu ändern. Im Gegenteil: die darin vorgesehenen Verschärfungen der Regeln über die öffentlich bekanntgegebenen Aktienrückkäufe dürften ein verdecktes Vorgehen in Zukunft noch attraktiver machen.

Eine Erfassung von Rückkaufprogrammen als öffentliche Kaufangebote ist zudem in inhaltlicher Hinsicht auf die im Übernahmerecht statuierten Pflichten beschränkt. Das Börsengesetz regelt Kaufangebote primär unter Transparenzgesichtspunkten, statuiert also vorwiegend Informations- und Meldepflichten. Zusätzliche Pflichten, wie z.B. zur Unterlassung von Aktien-

käufen ausserhalb eines laufenden Rückkaufprogramms oder zur Einhaltung eines bestimmten maximalen täglichen Rückkaufvolumens, können den Emittenten gestützt auf das Übernahmerecht nicht auferlegt, sondern müssen durch individuell abzugebende Verpflichtungserklärungen der Emittenten abgedeckt werden. Auch verfügt die Übernahmekommission nicht über das erforderliche Instrumentarium, um die Einhaltung dieser Pflichten effizient und zuverlässig zu überwachen.

B. Alternative: Regelung und Überwachung durch die Börsen

Einzelne Neuerungen im E-Rundschreiben dienen offensichtlich dazu, die systeminhärenten Mängel einer Unterstellung von Aktienrückkäufen unter das Übernahmerecht zu entschärfen. So wird der Anwendungsbereich des E-Rundschreibens gegenüber der Mitteilung Nr. 1 ausgeweitet, indem die generelle Freistellung von Aktienrückkäufen bis maximal 2% des Kapitals gemäss Kapitel II der Mitteilung Nr. 1 ersatzlos aufgehoben wird. Und andererseits sollen Käufe ausserhalb von Rückkaufprogrammen nicht mehr zulässig sein (Rz 10 E-Rundschreiben), was zur Folge hat, dass verdeckte Aktienrückkäufe während der Laufzeit eines Rückkaufprogramms ausgeschlossen wären.

Diese Verschärfungen betreffen allerdings wiederum ausschliesslich Emittenten, die ihr Aktienrückkaufprogramm öffentlich angekündigt haben. Die öffentliche Ankündigung eines Aktienrückkaufprogramms hätte in Zukunft also zusätzliche Einschränkungen der Handlungsfreiheit des Emittenten zur Folge. Sie wird damit erst recht unattraktiv, das verdeckte Vorgehen relativ gesehen noch attraktiver.

Das Missbrauchspotential von verdeckten Aktienrückkäufen ist genau so gross, wenn nicht grösser als dasjenige von öffentlich angekündigten. Langfristig lässt sich die Beschränkung der Regulierung auf öffentlich angekündigte Aktienrückkäufe deshalb nicht rechtfertigen, so sehr dieser Ansatz als rasch verfügbare Übergangslösung seine Berechtigung gehabt haben mag. Die Schlussfolgerung liegt auf der Hand: Unter dem Regime der öffentlichen Kaufangebote lassen sich Aktienrückkäufe letztlich nicht zufriedenstellend erfassen. Zugleich ist die Übernahmekommission, trotz der unbestritten erfolgreichen Beaufsichtigung der öffentlich angekündigten Aktienrückkaufprogramme, nicht die geeignete Behörde zur Regulierung und Überwachung von Aktienrückkäufen. Für diese Aufgabe wären vielmehr die Börsen prädestiniert, verfügen diese doch sowohl über die dazu erforderlichen Kompetenzen als auch das zur Durchsetzung nötige Instrumentarium. Gestützt auf Art. 6 BEHG sind die Börsen mit der Überwachung des Handels und der Aufrechterhaltung der Marktintegrität betraut. Gleichzeitig regeln die Börsen die Zulassung von Effekten zum Handel (Art. 8 BEHG), können also über ihre Reglemente direkten Einfluss auf das Verhalten der Emittenten nehmen und Verstösse sanktionieren. Damit sind sie in der Lage, Aktienrückkäufe – und zwar sowohl verdeckte als auch öffentlich bekannt gegebene – integral zu regeln und effizient zu überwachen.

In diesem Zusammenhang sei darauf hingewiesen, dass Aktienrückkäufe in der Europäischen Union ebenfalls unter dem Gesichtspunkt des Marktmissbrauchs reguliert werden, und zwar durch die Marktmissbrauchsrichtlinie¹ und die Durchführungsverordnung über Rückkaufpro-

¹ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation.

gramme und Kursstabilisierungsmassnahmen². Das Übernahmerecht ist demgegenüber auf von der Zielgesellschaft abgegebene Übernahmeangebote explizit nicht anwendbar.³

Vor dem Hintergrund unserer obigen Ausführungen möchten wir anregen, die Kompetenz zur Regelung und Überwachung von Rückkaufprogrammen (und von Aktienrückkäufen generell) den Börsen zuzuweisen.

II. BEMERKUNGEN ZUM E-RUNDSCHREIBEN

Im Folgenden nehmen wir zu einigen ausgewählten Bestimmungen des E-Rundschreibens Stellung.

A. Abschaffung der generellen Freistellung

Das E-Rundschreiben sieht vor, dass jedes Rückkaufprogramm vor seiner Veröffentlichung („Lancierung“) der Übernahmekommission bzw. ihrem Sekretariat vorgelegt werden muss. Das Sekretariat prüft das Programm auf seine Übereinstimmung mit den Voraussetzungen des E-Rundschreibens. Die generelle Freistellung von Rückkaufprogrammen, die sich auf eine Beteiligung von maximal 2% des Kapitals des Anbieters beziehen, wird damit ersatzlos aufgehoben (vgl. Kapitel II der Mitteilung Nr. 1).

Der Verzicht auf eine Ausnahme zugunsten von Rückkaufprogrammen über weniger als 2% des Aktienkapitals verstärkt die Aufsicht im Bereich der öffentlich angekündigten Rückkäufe. Im Regelungsbereich beugt sie damit Missbräuchen vor. Gleichzeitig setzt sie aber auch einen Anreiz zu verdecktem Vorgehen. Gerade bei kleineren Programmen fallen der administrative Aufwand und die sich aus den Regeln des E-Rundschreibens ergebenden Einschränkungen der Handlungsfreiheit verhältnismässig stark ins Gewicht. Emittenten dürften deshalb in Zukunft noch häufiger als heute schon auf verdeckte Rückkäufe ausweichen. Das Übernahmerecht bietet keine Handhabe, um Emittenten zur Offenlegung solcher Pläne zu verpflichten. Die Streichung der generellen Freistellung wird sich deshalb mit grosser Wahrscheinlichkeit kontraproduktiv auswirken und zu einer gesamthaft geringeren Transparenz führen.

Wir sind daher der Ansicht, dass die generelle Freistellung von Rückkaufprogrammen, die sich auf eine Beteiligung von maximal 2% des Kapitals des Anbieters beziehen, beibehalten werden sollte.

B. Verfahrensfragen

1. Rechtsfolge bei regelkonformer Ausgestaltung von Rückkaufprogrammen

Gemäss der Mitteilung Nr. 1 sind Rückkäufe, die die Voraussetzungen nach Kapitel III erfüllen, von der Beachtung der Bestimmungen über die öffentlichen Kaufangebote befreit. Das E-Rundschreiben sieht demgegenüber nur vor, dass Rückkaufprogramme, die die darin statuierten Voraussetzungen erfüllen, von der Einhaltung der Vorschriften der UEV freigestellt werden *können*, da dann im Sinne einer widerlegbaren Vermutung *angenommen* wird, dass diese Art. 4 Abs. 2 UEV entspricht.

² 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.

³ Art. 2 Abs. 1 lit. a der Richtlinie 2004/25/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 betreffend Übernahmeangebote.

Die Hintergründe dieser Konzeptänderung werden nicht näher erläutert. Auch findet diese im E-Rundschreiben keinen weiteren Niederschlag. Insbesondere lässt das E-Rundschreiben offen, was dazu führen kann, dass die Vermutung der Regelkonformität eines Rückkaufprogramms widerlegt wird. Auch die verfahrensrechtlichen Konsequenzen der Konzeptänderung werden nicht vollständig klar. Gemäss Rz 50 E-Rundschreiben scheint die vollständige Erfüllung der darin statuierten Voraussetzungen ebenso wie unter der Mitteilung Nr. 1 die automatische Freistellung von den übernahmerechtlichen Bestimmungen zur Folge zu haben.

Das in Rz 3 E-Rundschreiben vorgesehene Konzept der widerlegbaren Vermutung bleibt also vage, was wiederum der Rechtssicherheit abträglich ist. Ausserdem hat sich die mittels Meldeverfahren abgewickelte, automatische Freistellung von Rückkaufprogrammen, die bestimmten Anforderungen genügen, bisher bewährt. Wir sind daher der Ansicht, dass das Konzept der widerlegbaren Vermutung zugunsten der automatischen Freistellung noch einmal überdacht werden sollte.

2. Voraussetzungen für eine Freistellung

Eine automatische Freistellung von den Bestimmungen des Übernahmerechts setzt voraus, dass die zu erfüllenden Voraussetzungen klar definiert sind. Dadurch erhalten die Emittenten die Möglichkeit, ihre Rückkaufprogramme so auszugestalten, dass sie im Meldeverfahren erledigt werden können. Ausserdem droht das Meldeverfahren und damit die Stellung des Sekretariats marginalisiert zu werden, wenn bei der Auslegung der Voraussetzungen ein weiterer Auslegungsspielraum besteht. Denn in diesem Fall besteht die Gefahr, dass das Meldeverfahren zur blossen Übergangsstation auf dem Weg zur Übernahmekommission wird.

Aus diesen Gründen sollten unbestimmte Rechtsbegriffe vermieden oder zumindest im Rundschreiben selbst konkretisiert werden. Dies betrifft insbesondere die in Rz 6 und 7 E-Rundschreiben statuierten Voraussetzungen. Die Tragweite des Erfordernisses zur transparenten Zweckformulierung ist, neben dem Erfordernis zur präzisen Formulierung, unklar. Ausserdem sollte konkretisiert werden, wann eine erhebliche Änderung der Kontrollverhältnisse vorliegt. Wie gegenwärtig in der Mitteilung Nr. 1 (vgl. III.1.1) könnte dies anhand einer prozentualen Begrenzung des gesamten Rückkaufvolumens geschehen.

Zudem unterscheidet das E-Rundschreiben nicht mit der wünschbaren Klarheit zwischen den Voraussetzungen und den Rechtsfolgen einer Freistellung. Zum Beispiel wird das Verbot, während der Dauer des Rückkaufprogramms Aktien ausserhalb desselben zu kaufen (Rz 10 E-Rundschreiben), unter die Voraussetzungen subsumiert, ist aber als Rechtsfolge formuliert. Damit das Sekretariat die Einhaltung dieses Verbots bereits vor der Bewilligung der Freistellung überprüfen kann, muss eine entsprechende Verpflichtungserklärung des Emittenten vorliegen. Dieselbe Überlegung trifft auch zu auf die Gebote (i) zur Meldung von Rückkäufen (Rz 11 und 37 E-Rundschreiben), (ii) zur Einhaltung von Art. 659 OR (Rz 12 E-Rundschreiben), und (iii) zur Unterbrechung der Rückkäufe während der *black-out* Perioden (Rz 13 ff., 22 ff. und 31 E-Rundschreiben) sowie auf das Verbot zur Übermittlung von Kaufaufträgen während der Eröffnungs- und Schlussauktion (Rz 35 E-Rundschreiben), etc. Sofern sich die genannten Bestimmungen nicht auf eine Rechtsgrundlage im Übernahmerecht stützen können, stellt sich ohne explizite Verpflichtungserklärungen ausserdem die Frage nach deren Durchsetzbarkeit.

C. Käufe während des Rückkaufprogramms

Rz 10 E-Rundschreiben verbietet es den Emittenten, während der Dauer eines Rückkaufprogramms Aktien zu kaufen, sofern der Erwerb nicht durch einen der anlässlich der Bewilligung

des Rückkaufprogramms angegebenen Zwecke gedeckt ist. Ein solches Verbot kann sich nicht auf eine gesetzliche Grundlage im Übernahmerecht stützen, weshalb wir der Ansicht sind, dass es gestrichen werden sollte. Wie bereits dargelegt liegt es nicht in der Kompetenz der Übernahmekommission, ausserhalb von angekündigten Rückkaufprogrammen verdeckt getätigte Rückkäufe zu regulieren. Aus demselben Grund wäre sie übrigens auch nicht berechtigt, vom Emittenten zu verlangen, dass er solche Rückkäufe meldet.

Zudem würde dieses Verbot dem Transparenzgedanken zuwiderlaufen, hätte es doch zur Konsequenz, dass ein Emittent gerade längerfristig angelegte Rückkaufprogramme jedem denkbaren Zweck unterstellen würde. Nur so kann er sicherstellen, dass er bei unvorhergesehenen Ereignissen (wie z.B. Kursstabilisierungsmassnahmen im Rahmen einer zukünftigen Aktienemission) handlungsfähig ist und nicht erst ein unter Umständen zeitaufwändiges Verfahren zur Bewilligung einer Zweckänderung durchlaufen muss.

Wir hoffen, dass Sie unsere Kommentare und Bemerkungen hilfreich finden. Bei Fragen stehen wir gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen

Hans Caspar von der Crone

Jrena Frauenfelder

Vorab per E-Mail: counsel@takeover.ch

Übernahmekommission
z.H. Herrn Pascal Bovey, M.B.L.
Herrn Dr. Lukas Roos
Selnaustrasse 30
Postfach
CH - 8021 Zürich

Dr. Robert Bernet
Tel +41 44 254 34 67
rbernet@vischer.com
www.vischer.com

Zürich, 5. Juni 2009

K:\Mandate\500518\Vernehmlassung\000005.doc

Zürich
Schützengasse 1
Postfach 1230
CH-8021 Zürich
Tel +41 44 254 34 00
Fax +41 44 254 34 10

Stellungnahme zum Entwurf Rundschreiben Nr. 1 "Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen"

Sehr geehrte Damen und Herren

Basel
Aeschenvorstadt 4
Postfach 526
CH-4010 Basel
Tel +41 61 279 33 00
Fax +41 61 279 33 10

Wir nehmen Bezug auf den auf Ihrer Website veröffentlichten Bericht zum Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 der Übernahmekommission (UEK) betreffend Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen vom 24. April 2009, mit dem Sie eine öffentliche Anhörung zum Entwurf eröffnet und interessierte Kreise um Stellungnahme bis zum 7. Juni 2009 gebeten haben.

Eingetragen im
Anwaltsregister des
Kantons Zürich

Nachfolgend erlauben wir uns, zum Entwurf des Rundschreibens Stellung zu nehmen. Unsere Stellungnahme basiert auf unseren Erfahrungen in der anwaltlichen Beratung.

Prof. Dr.Dr.h.c. Frank Vischer Dr. Peter Gloor Dr. Bernhard Christ¹ Dr. Christoph M. Pestalozzi, M.C.J. Dr. Niklaus E. Schiess¹ Dr. Christoph Löw Prof. Dr. Christian Brückner, LL.M.¹
Dr. Michael Pfeifer, M.B.L.-HSG¹ lic.iur. Urs Haegi, M.B.L.-HSG Dr. Sebastian Burckhardt, M.C.J., New York Bar¹ Dr. Ulrich Vischer Dr. Marc Russenberger lic.oec.HSG et lic.iur.
Erwin R. Griesshammer Dr. Hubertus Ludwig, dipl. Steuerexperte Dr. Thomas Gelzer, LL.M.¹ Dr. David Jenny, LL.M. Prof. Dr. Beatrice Wagner Pfeifer Dr. Rolf Auf der Maur
lic.iur. Ursula Hubschmid lic.iur. Felix C. Meier-Dieterle Dr. Markus Guggenbühl, LL.M., New York Bar Dr. Jürg Luginbühl Dr. Matthias Staehelin, DHEE¹ Dr. Roland M. Müller, LL.M.¹
Dr. Felix W. Egli, LL.M. lic.iur. Thomas Ziegler, dipl. Steuerexperte Dr. Andreas C. Albrecht, LL.M.¹ Dr. Robert Bernet, LL.M. Dr. Adrian Dörig, LL.M., New York Bar
lic.iur. Jacqueline Burckhardt Bertossa, LL.M.¹ lic.iur. Stéphane Konkoly, LL.M. Dr. Stefan Grieder Dr. Stefan Rechsteiner lic.oec.publ. Stefan Widmer, dipl. Steuerexperte²
Dr. Christian Oetiker, LL.M. Dr. Philippe Spitz, LL.M. Dr. Nora Refaeil, LL.M. Dr. Thomas Weibel, LL.M. lic.iur. Franziska Bur Bürgin, dipl. Steuerexperte Fürsprecher Rolf Wüthrich,
LL.M., dipl. Steuerexperte Dr. Ramon Mabilard, LL.M.¹ Dr. Benedict F. Christ, LL.M., New York Bar lic.iur. Daniel Dillier, dipl. Steuerexperte lic.iur. Markus Alder, LL.M.
lic.iur. Gili Fridland Prof. Dr. Peter Hettich lic.iur. Karin Graf, LL.M. lic.iur. Guido Müller lic.iur. Klaus Neff, LL.M. Dr. iur. et dipl.sc.nat.ETH Stefan Kohler lic.iur. Christian Wyss, LL.M.
lic.iur. Gérald Virieux, M.B.L. lic.iur. Nadia Tarolli lic.iur. Karolina Dobrý Dr. Jana Essebier lic.iur. Claudia Keller, LL.M. lic.oec.HSG Reto Arnold, dipl. Steuerexperte²
lic.oec.HSG Katya Federspiel² Dr. Roberto Peduzzi lic.iur.HSG et dipl.sc.nat.ETH Michael Waldner lic.iur. Andrea C. Moser² lic.iur. Daniele Favalli, LL.M. Dr. Matthias Ammann
lic.iur. Diana Imbach lic.iur. Marius Meier lic.iur. Karin Sauter lic.iur. Andreas Textor, LL.M., New York Bar Dr. Conradin Cramer Dr. Bernd Mössle, M.Jur. (Oxford)
lic.iur. Elisabeth Stucki, LL.M., dipl. Steuerexperte Dr. Christa Pfister, LL.M. lic.iur. Tina B. Jäger lic.iur. Lukas Wadsack lic.iur. Christoph Niederer, dipl. Steuerexperte
Dr. Mark Eichner lic.iur. Tanja Gustinetti Henz lic.iur. Peter Hostansky lic.iur. Balthasar Denger, LL.M. lic.iur. HSG Reto Mäder Lara M. Pair JD² M.A. HSG in Law Patrick Scherrer²
lic.iur. Martina Schwaninger Preiss lic.iur. Sacha Sekulic lic.iur. HSG Barbara Meyer lic.iur. Christoph Ammann lic.iur. Laura Decamilli Dr. Peter Kühn Dr. Sarah Theuerkauf
M.A. HSG in Law Andrea Scherrer

1. EINLEITENDE BEMERKUNGEN

Aus anwaltlicher Sicht unterstützen wir das Bestreben, die Mitteilung Nr. 1 vom 28. März 2000 durch ein Rundschreiben zu aktualisieren, in das die Entwicklungen und Erfahrungen der vergangenen Jahre einfließen. Dadurch wird die Transparenz verbessert.

Unseres Erachtens hat sich die Praxis zur Behandlung von Rückkaufprogrammen grundsätzlich bewährt. Wir waren daher überrascht, dass die bisherige generelle Freistellung für Rückkäufe, welche sich auf eine Beteiligung von maximal 2% des Kapitals des Anbieters beziehen, ohne Begründung abgeschafft werden soll. Dies führt nicht nur zu einem höheren Aufwand für die betroffenen Unternehmen, sondern eröffnet neue Zweifelsfragen. Gerade im Bereich der Rückkäufe bis 2% stellt sich in der Praxis nicht selten die Frage, ob überhaupt ein öffentliches Angebot vorliegt. Bisher konnte diese Frage offen gelassen werden, da das Angebot in jedem Fall von der Anwendung der Regeln über die öffentlichen Kaufangebote freigestellt war. Nunmehr muss vor jedem Rückkauf geprüft werden, ob eventuell ein öffentliches Rückkaufangebot vorliegen könnte und somit das Angebot der UEK gemeldet werden müsste. Wir regen deshalb an, die generelle Freistellung bei Rückkäufen bis 2% des Kapitals beizubehalten.

2. KOMMENTARE ZU EINZELNEN RANDZIFFERN DES ENTWURFES

2.1 Randziffern 3/4/54: Vermutung

Gemäss diesen Randziffern wird, wenn die Voraussetzungen des Rundschreibens erfüllt sind, lediglich vermutet, dass das Rückkaufprogramm die Prinzipien des Art. 4 Abs. 2 der Verordnung der Übernahmekommission über öffentliche Kaufangebote (UEV) erfüllt. Der UEK steht es frei, das Rückkaufprogramm ganz oder teilweise den allgemeinen Regeln über öffentliche Kaufangebote zu unterstellen. Im Vergleich zur gegenwärtigen Praxis wird mit dieser Regelung die Rechtssicherheit für die Anbieter verringert. Der Anbieter kann sich nicht mehr darauf verlassen, dass sein Rückkaufprogramm, wenn die Voraussetzungen des Rundschreibens erfüllt sind, freigestellt werden wird. Nicht nur in Fällen der Umgehung, sondern bereits, falls die UEK es für nötig bzw. notwendig (vgl. Randziffer 4 bzw. 54) hält, könnte sein Rückkaufprogramm den allgemeinen Regeln über öffentliche Kaufangebote unterstellt werden. Das Rundschreiben enthält keine expliziten Kriterien, anhand derer beurteilt werden könnte, ob die UEK die Unterstellung für nötig erachten könnte.

Unseres Erachtens besteht für einen derart weiten Ermessensspielraum der UEK kein Bedürfnis. Der Entwurf des Rundschreibens erhöht gegenüber der Mitteilung Nr. 1 bereits die Anforderungen an die Freistellung. Wir regen im Interesse der Rechtssicherheit daher an, den Wortlaut dahingehend zu ändern, dass ein Rückkaufprogramm, das die Voraussetzungen des Rundschreibens erfüllt, nur dann den allgemeinen Regeln über öffentliche Kaufangebote unter-

stellt werden kann, wenn eine Freistellung mit den Prinzipien des Art. 4 Abs. 2 UEV unvereinbar wäre. Dies sollte zumindest für die Rückkaufprogramme gelten, die im Meldeverfahren zu prüfen sind.

2.2 Randziffer 8: Kotierungsvoraussetzungen

Der Entwurf sieht den Ausschluss des Meldeverfahrens für Anbieter vor, bei denen durch den Rückkauf die Mindestschwellen bezüglich Mindestkapitalisierung und Streuung unterschritten werden, welche nach dem Reglement der betreffenden Börse Kotierungsvoraussetzung sind. Wünschbar wäre die Klarstellung, ob damit Rückkaufprogramme im Meldeverfahren von vornherein denjenigen Unternehmen verwehrt sind, bei denen die Mindestschwellen bereits vor einem beabsichtigten Rückkauf nicht mehr erreicht werden. Problematisch erscheint uns auch der Verweis auf die jeweils anwendbaren Börsenreglemente. Diese werden durch die Börsen im Rahmen der Selbstregulierung erlassen. Zwar bedürfen die Reglemente der Genehmigung durch die FINMA. Die FINMA beschränkt sich jedoch auf die Überprüfung der Gesetzmässigkeit der Reglemente. Den Börsen kommt daher ein weiter Spielraum bei der Festlegung der Kotierungsvoraussetzungen zu. Faktisch verlagert die UEK durch den Verweis auf die Reglemente der Börsen in diesem Bereich die Entscheidungskompetenz an die Börsen. Die UEK sollte, wenn sie der Ansicht ist, dass Rückkaufprogramme nur zulässig sein sollten, wenn eine Mindestkapitalisierung und ein Mindestmass an Streuung nicht unterschritten werden, die entsprechenden Schwellen explizit im Rundschreiben festlegen.

2.3 Randziffer 10: Erwerb von Beteiligungspapieren ausserhalb des Rückkaufprogramms

Unseres Erachtens ist ein Verbot des Erwerbs von Beteiligungspapieren ausserhalb des Rückkaufprogramms unverhältnismässig. Sofern in der Begründung aufgeführt wird, dass solche Rückkäufe intransparent sind, so hätte es genügt, wie für Verkäufe eine Meldepflicht mit anschliessender Publikation auf der Website der UEK aufzunehmen. Sofern in der Begründung aufgeführt wird, dass durch solche Rückkäufe das genehmigte Volumen des Rückkaufprogramms überschritten werden könnte, so hätte es genügt, eine Anrechnungsbestimmung aufzunehmen. Die Interessen der Aktionäre werden im Übrigen durch die Anwendung der Best Price Rule geschützt.

Im Bericht heisst es, dass es den Anbietern als Ausgleich gestattet wird, mehrere Zwecke für das Rückkaufprogramm festzulegen. Der Anbieter solle sein Programm so planen, dass er seine gesamten Bedürfnisse an eigenen Aktien befriedigen könne. Das erscheint uns in der Praxis nicht umsetzbar. Rückkaufprogramme dauern in der Regel ein bis drei Jahre. Wie nicht zuletzt die Finanzkrise gezeigt hat, können sich die Bedürfnisse eines Unternehmens schon innerhalb kurzer Zeit ändern. Hinzukommt, dass die neue Regelung die Anbieter veranlassen wird, eine möglichst grosse Anzahl verschiedener Zwecke aufzunehmen, um so für sämtliche Eventualitäten abgesichert zu sein. Schon jetzt ist bei Rückkäufen über die 1. Handelslinie eine gewisse Ausuferung der Zweck-

umschreibungen festzustellen. Sollte diese noch zunehmen, dürfte sich die Transparenz für die Aktionäre weiter verschlechtern (vgl. auch nachfolgende Ziff. 2.8 zu Randziffer 43: Zweckänderung).

2.4 Randziffer 11: Verkauf von Aktien während des Rückkaufprogramms

Wir begrüßen es, dass sich die UEK gegen ein Verbot von Verkäufen entschieden hat.

2.5 Randziffer 12: Voraussetzungen des Art. 659 OR

Grundsätzlich begrüßen wir es, dass das Rundschreiben die gegenwärtige Praxis der UEK integriert. Bezüglich der Regelung, wonach die Voraussetzungen des Art. 659 OR während der gesamten Dauer des Rückkaufprogramms eingehalten werden müssen, vermissen wir jedoch eine Begründung, warum die UEK dazu ermächtigt ist, das Gesellschaftsrecht generell oder, jedenfalls zumindest, Art. 659 OR durchzusetzen. Ein Verweis auf die gegenwärtige Praxis kann unseres Erachtens als Begründung allein nicht genügen. Hinzukommt, dass sich die Praxis der UEK bisher darauf beschränkt hat, die Einhaltung des 10%-Grenzwertes zu verlangen, nicht jedoch der weiteren Voraussetzungen des Art. 659 OR. Der Wortlaut der Randziffer 12 scheint nun nahe zu legen, dass die UEK zukünftig auch die Einhaltung des hinreichenden Eigenkapitals prüfen will. Unseres Erachtens ist die UEK mangels gesetzlicher Grundlage ausserhalb des Anwendungsbereichs von Art. 37 UEV nicht ermächtigt, das Gesellschaftsrecht durchzusetzen.

2.6 Randziffer 16 und 26: Black-out-Periode – Stichtag des Abschlusses

Die gegenwärtige Regelung sieht vor, dass der Stichtag nicht mehr als neun Monate zurückliegen darf. In der Praxis muss aufgrund dieser Regelung der Rückkauf nur selten unterbrochen werden, da die Jahresabschlüsse typischerweise im Februar/März, die Zwischenabschlüsse im August veröffentlicht werden. Der Vorschlag, wonach der Stichtag nicht mehr als sechs Monate zurückliegen darf, wird dazu führen, dass die Rückkaufprogramme in den Monaten Januar bis März und in den Monaten Juli/August unterbrochen werden müssten, sofern die Durchführung des Rückkaufprogramms nicht an eine Bank oder einen Effektenhändler delegiert wurde. Als Begründung für die neue Regelung wird lediglich angeführt, dass eine Harmonisierung angestrebt werde. Unseres Erachtens kann dies als Begründung nicht genügen. In Anbetracht der Auswirkungen auf die Durchführung der Rückkaufprogramme rechtfertigt sich eine Verkürzung der Frist nur, wenn dadurch die Interessen der Marktteilnehmer wesentlich besser geschützt werden könnten. Für uns ist nicht erkennbar, inwieweit die Verkürzung der Frist zu einem verbesserten Schutz führen könnte. Zwar liesse sich argumentieren, dass zu vermuten ist, dass der Abschluss mehr als sechs Monate nach dem Stichtag die Vermögensverhältnisse und damit das frei verwendbare Eigenkapital nicht mehr korrekt wiedergibt. Dieser Argumentation steht jedoch entgegen, dass das Rückkaufprogramm mehr als sechs Monate nach dem Stichtag des Abschlusses dann nicht unterbrochen werden

muss, wenn die Rückkäufe durch Banken oder Effekthändler durchgeführt würden.

2.7 Randziffer 29: Ausnahme von der Black-out-Periode

Wir begrüßen die Aufnahme dieser Ausnahme.

2.8 Randziffer 43: Zweckänderung

Wir begrüßen es, dass sich das Rundschreiben mit der Thematik der Zweckänderung befasst und die Zulässigkeit von Zweckänderungen damit grundsätzlich anerkennt. Der gegenwärtige Entwurf enthält jedoch keine Regelungen, unter welchen Voraussetzungen die UEK die Zweckänderung bewilligen muss oder ablehnen kann. Zudem fehlt eine Differenzierung zwischen einem Aktienrückkauf über die 1. Handelslinie und einem Rückkauf zwecks Kapitalherabsetzung, welcher regelmässig über die 2. Handelslinie stattfindet.

Wie bereits in Ziff. 2.3 ausgeführt, ist es für den Anbieter schwierig, seine gesamten Bedürfnisse in Bezug auf eigene Aktien im Voraus zu planen. Im Übrigen ist unseres Erachtens die Angabe des Zwecks lediglich eine Wissenserklärung über die Absicht des Unternehmens im Zeitpunkt des Beginns des Aktienrückkaufprogramms. Das Unternehmen hat keine Absicht, eine Willenserklärung abzugeben und sich durch die Zweckangabe gegenüber den Aktionären oder dem Markt zu binden. Unseres Erachtens lässt sich aus den Grundsätzen des Übernahmerechts grundsätzlich auch keine Begründung für eine Bindung an die Zweckbestimmung ableiten. Die Angabe des Zwecks bei Rückkaufprogrammen entspricht der Angabe der Absichten eines Anbieters für die Zielgesellschaft (Art. 23 Abs. 1 lit. a UEV). Diese Angaben müssen im Zeitpunkt der Erstellung des Prospekts wahr sein. Die Adressaten dieser Information können jedoch unseres Erachtens nach Treu und Glauben nicht davon ausgehen, dass der Anbieter gegenüber den bestehenden oder zukünftigen Aktionären eine verbindliche Willenserklärung zu den bekannt gegebenen Absichten abgeben will, auf die er sich bei sich später verändernden Verhältnissen behaften lassen müsste. Es ist auch nicht erkennbar, wie die Aktionäre oder der Markt durch eine transparente Zweckänderung geschädigt werden könnten. Betrifft die Zweckänderung keine Kapitalherabsetzung so muss eine Zweckänderung unseres Erachtens auf begründetes Gesuch hin bewilligt werden, es sei denn, dass eine Freistellung mit den Zwecken des Art. 4 Abs. 2 UEV nicht vereinbar wäre. Dies dürfte auch zu mehr Transparenz bei Lancierung des Rückkaufprogrammes führen, da der Anbieter nicht mehr alle möglichen Vorbehalte bei der Zweckumschreibung anbringen muss (vgl. auch vorstehende Ziff. 2.3).

Einzig dort, wo die Zweckänderung den Rückkauf von Aktien zum Zwecke der Kapitalherabsetzung betrifft, sind Vertrauensschutzgesichtspunkte zu berücksichtigen. Ein Rückkauf zwecks Herabsetzung des Aktienkapitals kann die relative Beteiligung der nicht andienenden Aktionäre signifikant erhöhen und zu Melde- oder Angebotspflichten führen. Zudem findet ein Verrechnungssteuerabzug statt. Die UEK hat denn auch seit einigen Jahren bei Rückkäufen zwecks

Kapitalherabsetzung über die 2. Handelslinie keine Vorbehalte betreffend Zweckänderung mehr zugelassen. Gerade die aktuelle Krise hat aber gezeigt, dass der Kapitalherabsetzungszwang der auf der 2. Handelslinie zurückgekauften Aktien die Unternehmen auf dem falschen Fuss erwischen kann. Unseres Erachtens sollte bei Kapitalherabsetzungsrückkäufen eine Zweckänderung zwar grundsätzlich ausgeschlossen, ausnahmsweise aber dann zulässig sein, wenn sich die Ausgangslage qualifiziert verändert hat. Eine qualifizierte Veränderung läge insbesondere bei einer erheblichen Veränderung der wirtschaftlichen Verhältnisse vor, bspw. dann, wenn sich die Kapitalbasis des Unternehmens bei Durchführung der Kapitalherabsetzung in existentiellern Ausmass verringern würde.

Zur Förderung der Rechtssicherheit regen wir an, diese Grundsätze in das Rundschreiben aufzunehmen.

Darüber hinaus regen wir eine Klarstellung an, ob eine Änderung des Rückkaufprogramms auch dann vorliegt, wenn das Programm abgeschlossen ist, die Aktien nun jedoch einem anderen Verwendungszweck zugeführt werden sollen.

2.9 Randziffer 48: Volumen des Programms

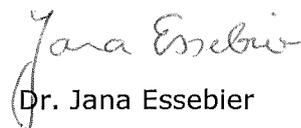
Der Wortlaut, der vom Volumen des Programms spricht, das 10% des Kapitals nicht überschreitet, scheint nahe zu legen, dass ein Rückkaufprogramm von 10% der Aktien unabhängig vom bereits existierenden Aktienbesitz des Anbieters im Meldeverfahren geprüft werden kann. Die Begründung im Bericht scheint demgegenüber davon auszugehen, dass der bereits existierende Aktienbesitz anzurechnen ist, d. h. wenn der Anbieter bereits 3% Aktien hält, dieser nur noch ein Rückkaufprogramm von 7% Aktien im Meldeverfahren prüfen lassen kann. Zur Förderung der Rechtssicherheit regen wir an, eine Klarstellung, z. B. durch ein Beispiel aufzunehmen.

Für Fragen stehen die Unterzeichnenden jederzeit gern zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Robert Bernet



Dr. Jana Essebier



Übernahmekommission
Selnastrasse 30
Postfach
8021 Zürich

Zürich, 5. Juni 2009

Vernehmlassung zum Rundschreiben Nr. 1: Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf Ihre Einladung vom 27. April 2009 zur Vernehmlassung in rubrizierter Angelegenheit und überlassen Ihnen hiermit unsere Bemerkungen zum Entwurf vom 24. April 2009.

I. Allgemeine Bemerkungen

Zu Rn 4: Die Feststellung, wonach die Übernahmekommission „falls nötig“ ein Rückkaufprogramm ganz oder teilweise den allgemeinen Regeln über öffentliche Kaufangebote unterstellen kann, erscheint sehr unbestimmt. Rechtssicherheit und Transparenz würden unseres Erachtens die Formulierung gewisser Kriterien erfordern, welche ein solches Vorgehen als begründet erscheinen liesse.

II. Gemeinsame Voraussetzungen für alle Rückkaufprogramme

Im Fokus der gemeinsamen Voraussetzungen für Rückkaufprogramme steht einerseits die möglichst hohe Transparenz für die Investoren. Dies ist zu begrüssen. In diesem Sinne ist die Vorgabe, dass die Zwecke der Rückkäufe präzise und transparent zu formulieren sind, adäquat und konsequent.

Zu Rn 10/11: Die Bestimmung, wonach der Anbieter während der Dauer des Rückkaufprogramms keine Beteiligungspapiere, die Gegenstand dieses Programms bilden, ausserhalb desselben kaufen darf, ist zu restriktiv. Damit wird den Gesellschaften bei einem laufenden Rückkaufprogramm beispielsweise die Möglichkeit

eines Market Makings oder der Beschaffung von Aktien für Mitarbeiterbeteiligungen oder Wandelanleihen unnötigerweise verwehrt. Möglichen Transparenzbedenken könnte mit der Statuierung einer entsprechenden Offenlegungspflicht begegnet werden.

Andererseits erscheint die Einhaltung des Meldeverfahrens des 8. Kapitels der UEV bei einem Verkauf von Beteiligungspapieren, die Gegenstand des Rückkaufprogramms sind, unnötig aufwändig. Transparenz ist hier durch die börslichenrechtlichen Meldepflichten bereits gegeben.

Nebst den Transparenzvorgaben ist andererseits die Verknüpfung mit kotierungs- und aktienrechtlichen Bestimmungen bedeutsam. Richtig erscheint uns, dass die Mindestschwellen bezüglich Kapitalausstattung und Streuung der Beteiligungspapiere gemäss Kotierungsreglement der SIX Swiss Exchange einzuhalten sind, ansonsten die Investoren nicht die Sicherheit hätten, dass entsprechende Vorschriften der Börse auch bei Durchführung von Rückkaufprogrammen in jedem Fall eingehalten werden. Für den Entscheid der Investoren, am Rückkaufprogramm teilzunehmen oder die Papiere zu behalten, ist dies zweifellos ein wichtiger Aspekt.

Zu Rn 12: Hingegen vermag die neu statuierte Bestimmung, wonach das Rückkaufprogramm bei Erreichen der 10%-Schwelle gemäss Art. 659 Abs. 1 OR zu unterbrechen ist, bis eine entsprechende Anzahl Aktien veräussert bzw. das aktienrechtliche Kapitalherabsetzungsverfahren durchgeführt wurde¹, nicht zu überzeugen. In Anerkennung der Kompetenz der Übernahmekommission, bei ihrer Prüfung von Angeboten einzugreifen, falls Gesellschaftsrecht offensichtlich verletzt ist, bleibt doch festzuhalten, dass die – notabene als Ordnungsvorschrift ausgestaltete – Regelung von Art. 659 Abs. 1 OR primär dem Kapitalschutz dient, d.h. eigene Aktien dann erworben werden dürfen, „wenn frei verwendbares Eigenkapital in der Höhe der dafür benötigten Mittel vorhanden ist“. Die im Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 festgelegte Voraussetzung der strikten Einhaltung des 10%-Grenzwertes erscheint sehr formalistisch, insbesondere im Falle eines Rückkaufbeschlusses durch die Generalversammlung und eines offensichtlich genügend hohen frei verwendbaren Eigenkapitals. Eine über die aktienrechtlichen Schutzvorschriften hinausgehende, strikere Regelung als allgemein gültige Voraussetzung für Aktienrückkäufe zu etablieren, erscheint uns nicht angebracht. Die im Rundschreiben vorgeschlagene Regelung schränkt unserer Meinung nach den Handlungsspielraum der Gesellschaften unnötig ein.

¹ Die Formulierung im Entwurf, wonach die Kapitalherabsetzung „vollzogen“ wurde, lässt darauf schliessen, dass damit die Eintragung im Handelsregister gemeint ist, was gegenüber der heutigen Praxis der Übernahmekommission eine deutliche Verschärfung der Regelung bedeutet.

III. Zusätzliche Voraussetzungen für Rückkäufe zum Festpreis und für Rückkäufe durch die Ausgabe von Put-Optionen

Zu Rn 16/26: Die Harmonisierung der Frist im Zusammenhang mit der Berechnung des Stichtags des letzten veröffentlichten konsolidierten Abschlusses (Verkürzung von neun auf sechs Monate) mit den entsprechenden Fristen des Uebernahme- und Gesellschaftsrechts, ist nur eine scheinbare, da die einhellige Lehrmeinung beispielsweise im Zusammenhang mit dem Erfordernis von OR Art. 652a Ziff. 5, bei der Stichtagsberechnung – entgegen dem Wortlaut der Bestimmung – von neun Monaten ausgeht. Die Frist ist daher bei neun Monaten zu belassen (das Gleiche gilt für Rückkäufe zum Marktpreis). Eine Reduktion auf sechs Monate hätte zur Folge, dass bei Unternehmen, welche eine halbjährliche Berichterstattung haben, zwei Mal pro Jahr – jeweils ab dem 1.1. bzw. 1.7. bis zur Publikation der (Halb-)Jahreszahlen – keine Rückkäufe mehr möglich wären, was letztlich einem Rückkaufverbot von mehreren Monaten gleich käme.

IV. Zusätzliche Voraussetzungen für Rückkäufe zum Marktpreis

Die neue Regelung, wonach das Rückkaufprogramm höchstens drei Jahre offen bleiben darf, ist unter Transparenzüberlegungen positiv zu werten.

Begrüssenswert sind die neuen Bestimmungen, die es unter bestimmten Voraussetzungen zulassen, dass das Rückkaufprogramm auch während der Dauer einer black-out Periode fortgesetzt werden kann. Aus praktischer Sicht ist insbesondere die Regelung, wonach im Falle, dass der Anbieter eine Bank oder einen Effektenhändler mit der Durchführung des Rückkaufprogramms beauftragt und der Beauftragte seine Entscheidungen bezüglich der Rückkäufe unabhängig vom Anbieter oder von vertraulichen Informationen über diesen trifft, von Bedeutung. Das Ziel, das mit der Statuierung von black-out Perioden verfolgt wird, nämlich die Verhinderung, dass der Anbieter nicht allgemein zugängliche, preisrelevante Informationen ausnützt, wird damit auch ohne Unterbrechung der Rückkäufe vollumfänglich erreicht. Diese Lösung wurde von der Übernahmekommission bereits unter geltendem Recht zugelassen und hat sich bewährt.

Zu Rn 31: Neu soll der Anbieter sein Revisionsorgan beauftragen, die Einhaltung der Bestimmungen, welche den Rückkauf während einer black-out Periode erlauben, zu bestätigen. Diese Bestimmung bringt eine weitere Kostenfolge mit sich, die insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen unverhältnismässig erscheint. Eine solche Bestätigung könnte auch vom Anbieter selbst verlangt werden.

Zu Rn 33: Die Bestimmung, welche die Berechnung des täglichen Rückkaufvolumens von höchstens 25% regelt, stützt sich neu einerseits auf das Volumen des gleichen oder vorange-

gangenen Börsentags² sowie andererseits auf das gesamte Tagesvolumen sowohl der ordentlichen als auch der speziellen Handelslinie ab. Diese Neuerung ist zweifellos zu begrüessen, da sie gewisse Schwächen, die sich bei der heutigen Regelung ergeben können, eliminiert.

- Zu Rn 36: Gemäss der vorgeschlagenen Regelung darf ferner der auf der speziellen Handelslinie angebotene Preis den auf der ordentlichen Linie angebotenen Preis neu höchstens um 2% übersteigen. Dem Argument, dass eine höhere Preisdifferenz nicht gerechtfertigt ist und überdies in der Praxis auf der speziellen Handelslinie kaum je mehr als 1 bis 2% bezahlt wird, kann – zumindest für SMI-Gesellschaften – beigeplichtet werden. Für kleinere und mittlere Unternehmen, deren Titel weniger liquid sind, rechtfertigt sich unserer Meinung nach weiterhin eine Prämie von bis zu 5%. Bei wenig liquiden Titeln kann leicht der Fall eintreten, dass Geldkurse auf der ordentlichen Linie gelöscht werden und der nächst tiefere – und u.U. nicht mehr marktkonforme – Geldkurs deutlich tiefer liegt, womit die 2%-Regel alleine bereits durch ein passives Verhalten des Anbieters verletzt würde, wenn der Geldkurs nicht permanent auf der speziellen Handelslinie nachgeführt wird. Ferner gilt es zu bedenken, dass veräussernde Investoren aufgrund der Verrechnungssteuerproblematik auf der speziellen Handelslinie – dies im Vergleich zum Verkauf auf der ordentlichen Handelslinie – Opportunitätskosten im Sinne eines Zinsausfalls bis zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer erleiden. Diese Kosten fallen je nach Zeitpunkt des Verkaufs und Zinsniveau unterschiedlich hoch aus und sind aus betriebswirtschaftlichen Gründen durch eine entsprechende Prämie zu kompensieren.
- Zu Rn 51: Die Mindestgebühr von neu CHF 10'000 für die Prüfung von Rückkaufprogrammen erscheint vor allem für kleinere Unternehmen unverhältnismässig hoch. Unseres Erachtens wäre eine Spanne von CHF 5'000 (bisheriger Floor) bis CHF 20'000 (neuer Cap) angebracht.
- Zu Rn 53: Analog zur Regelung in Rn 50 wäre die Festlegung einer Frist, innert welcher die Übernahmekommission zu entscheiden hat, begrüessenswert, damit Aktienrückkäufe für Anbieter besser planbar sind.
- Zu Rn 55: Die hier stipulierte Karenzfrist ist unserer Meinung nach nicht gerechtfertigt. Ein schutzwürdiges Interesse der Aktionäre ist im Falle eines Rückkaufprogramms nicht ersichtlich. Insofern besteht unseres Erachtens kein Grund für die Anwendung des Kapitels 12 der UEV.

* * *

² Hier wäre zu präzisieren, dass das höhere der beiden Volumina massgebend sein soll.

Vernehmlassung zum Rundschreiben Nr. 1: Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen 5/5

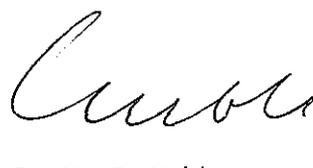
Wir hoffen, dass unsere Anmerkungen für das Revisionsprojekt der Übernahmekommission von Nutzen sind und bedanken uns für die Gelegenheit zur Vernehmlassung.

Freundliche Grüsse

Zürcher Kantonalbank



Dr. Marc Demarmels



Dr. Urs D. Kubli

Dr. Andreas Neumann

Legal & Compliance Dept.
YSA

Christian.Schmid.2@credit-suisse.com

Per Post und Email

Übernahmekommission
Sekretariat
Selnaustrasse 30
Postfach
8021 Zürich

19. Mai 2009

**Rundschreiben Nr. 1 der UEK: Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen
Revision der Mitteilung Nr. 1**

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf die am 27. April 2009 publizierte Aufforderung zur Vernehmlassung. Wir begrüßen grundsätzlich die vorgeschlagenen Anpassungen an die Neuerung des Marktes und an die jüngsten Änderungen des Börsengesetzes und seiner Verordnungen. Kritisch lassen wir uns über die nachstehenden Punkte vernehmen:

1. Generelle Freistellung (Ziffer 3)

Im Gegensatz zur Mitteilung Nr. 1 vom 28. März 2000 enthält der vorliegende Entwurf keine generelle Freistellung für Rückkäufe mehr, welche sich auf eine Beteiligung von maximal 2% des Kapitals des Anbieters beziehen. Diese Regelung hat sich bewährt und gibt den Emittenten eine gewisse Flexibilität. Wir schlagen vor, das Konzept der generellen Freistellung beizubehalten. Dies gilt insbesondere auch im Hinblick auf Ziff. 10 des Entwurfs, wonach der Anbieter während der Dauer des Rückkaufprogramms keine Beteiligungspapiere ausserhalb des Rückkaufprogramms kaufen darf, welche Gegenstand des Rückkaufprogramms sind (siehe unsere nachfolgenden Erläuterungen hierzu).

2. Keine Käufe ausserhalb des Rückkaufprogramms (Ziffer 10)

Sofern der Anbieter neben einem Aktienrückkauf auf zweiter Handelslinie zwecks Kapitalherabsetzung auch eigene Aktien auf der ersten Handelslinie erwerben möchte (z. B. zwecks Erfüllung von Verpflichtungen aus Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen), wäre er unseres Erachtens aufgrund dieser Ziff. 10 gezwungen, diese Käufe anzukündigen und ein zweites Rückkaufprogramm durch die UEK freistellen zu lassen. Wie oben erwähnt, sollten öffentlich angekündigte Rückkäufe bis zu 2% des Kapitals des Anbieters weiterhin generell freigestellt sein und der Anbieter sollte neben einem öffentlich angekündigten Rückkaufprogramm (für mehr als 2% des Kapitals) bis zu 2% des Kapitals ausserhalb des angekündigten Rückkaufprogramms kaufen können. Der Kauf von eigenen Aktien zur Alimentierung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen sollte zudem generell freigestellt sein, werden doch solche Aktien oft unmittelbar nach dem Kauf an die Mitarbeiter abgegeben.

3. Meldung von Verkäufen von Beteiligungspapieren, welche dem Rückkaufprogramm zugrunde liegen (Ziffer 11)

Wir erachten die Anwendung des 8. Kapitels der UEV im Zusammenhang mit einem Rückkaufprogramm als nicht zweckmässig. Im Gegensatz zu einem öffentlichen Kaufangebot kann sich ein Aktienrückkauf über mehrere Jahre erstrecken, womit der Anbieter gezwungen ist, eventuell fortlaufend, auf täglicher Basis und manuell das entsprechende Formular an die UEK zu senden. Die Relevanz von Aktienverkäufen während eines Aktienrückkaufs ist nicht mit derjenigen während eines Übernahmeangebots vergleichbar. Zudem verlangt das heute vorliegende Formular viel mehr Informationen, als für einen Aktienrückkauf nötig wäre. Wir schlagen vor, das bisherige System beizubehalten, wonach der Anbieter alle fünf (bisher alle zehn) Börsentage die Anzahl der verkauften Beteiligungspapiere ohne Preisangabe veröffentlicht (normalerweise via Webseite des Anbieters). Die Lieferung von eigenen Aktien an die Mitarbeiter (unter einem Mitarbeiterbeteiligungsprogramm) sollte nicht als Verkauf gelten und ist von dieser Meldepflicht befreit.

4. Dauernde Einhaltung von Art. 659 OR (Ziffer 12)

Sobald der Grenzwert von 10% gemäss Art. 659 OR erreicht wird, soll gemäss Ziff. 12 des Entwurfs das Rückkaufprogramm unterbrochen werden, bis eine ausreichende Anzahl von Beteiligungspapieren veräussert oder die notwendigen Schritte für eine Kapitalherabsetzung vollzogen worden sind.

Gegen die Bezugnahme auf Art. 659 OR wenden wir ein, dass handelsrechtlich die zur Vernichtung bestimmten Aktien nicht als "eigene Aktien" im Sinne von Art. 659 OR gelten. Die 10%-Limite kann, wenn die Ermächtigung der Generalversammlung dies vorsieht, mit den zur Vernichtung bestimmten Aktien überschritten werden (Böckli, Schweizer Aktienrecht, Zürich 2004, S. 484). Lehre und Rechtsprechung sehen in diesem Kontext keine weitergehende Erschwernisse beim Rückkauf eigener Aktien zwecks Vernichtung derselben vor.

Ferner bitten wir Sie zu beachten, dass für Emittenten, die durch die FINMA reguliert sind, spezielle Kapitalschutzvorschriften bestehen (Eigenmittel, Risikoverteilungsvorschriften und Leverage Ratio). Statutenänderungen im Nachgang zu einer Generalversammlung bedürfen der Einhaltung dieser Kapitalschutzvorschriften zum Zeitpunkt der Eintragung in das Handelsregister. Zumindest auf Emittenten, die durch die FINMA beaufsichtigt werden, sollte diese in Ziff. 12 angeordnete Vorschrift zur Unterbrechung des Rückkaufprogramms nicht anwendbar sein.

5. Dauer der Angebots (Ziffer 20)

Die Ziff. 2.6 der heutigen Mitteilung Nr. 1 sieht vor, dass der Angebotspreis spätestens drei Börsentage vor dem Ablauf der Angebotsfrist bekanntzugeben ist. Wir begrüssen es, dass im Entwurf eine solche Vorschrift nicht mehr erwähnt ist und unseres Erachtens somit ein Rückkaufprogramm mittels Reverse Dutch Auction im Prinzip möglich ist (der Rückkaufspreis wird erst nach Ende der Angebotsfrist aufgrund der Angebote der Investoren zum Verkauf von Beteiligungspapieren, unter Angabe von Anzahl und Preis, ermittelt). Trifft unsere diesbezügliche Annahme zu?

6. Stichtag letzter konsolidierter Abschluss (Ziffer 26)

Sofern der Stichtag des letzten konsolidierten Abschlusses nicht mehr als sechs Monate zurückliegen darf, wären Gesellschaften, welche nicht quartalsweise einen konsolidierten Abschluss veröffentlichen (welche die Mehrheit der Schweizer Gesellschaften ausmachen), zu Beginn eines Jahres (bis zur Publikation des

Jahresabschlusses) und zu Beginn des zweiten Halbjahres (bis zur Publikation des Halbjahresabschlusses) gezwungen, einen Aktienrückkauf zu unterbrechen bzw. könnten keinen Aktienrückkauf während dieser Zeitperiode beginnen. Wie bereits oben unter Ziffer 3 erwähnt, kann ein Rückkaufprogramm nicht uneingeschränkt mit einem Übernahmeangebot verglichen werden. Wir erachten deshalb hier eine Anpassung an das Übernahmerecht als nicht zweckmässig, die bisherige Vorschrift von neun Monaten sollte beibehalten werden. Dies auch unter Berücksichtigung der übrigen Vorschriften der Mitteilung Nr. 1 betreffend Black-out-Perioden.

7. Zeitpunkt Bestätigung durch Revisionsorgan (Ziffer 31)

Es sollte zur Präzisierung festgehalten werden, wann eine jährliche Bestätigung abzugeben ist.

8. Maximales tägliches Handelsvolumen (Ziffer 33)

Es sollte zur Präzisierung festgehalten werden, dass sich das gesamte Tagesvolumen (Basis für Berechnung) auf das Total aller auf der ersten und zweiten Linie börslich gehandelten Beteiligungspapiere bezieht (ausserbörsliche Abschlüsse werden nicht berücksichtigt).

9. Meldung von Käufen von Beteiligungspapieren (Ziffer 37)

Wie in unserem Schreiben unter Ziffer 3 bereits erwähnt, erachten wir die Anwendung des 8. Kapitels der UEV im Zusammenhang mit einem Rückkaufprogramm aus den oben aufgeführten Gründen als nicht zweckmässig. Wie für die Meldung von Verkäufen schlagen wir vor, das bisherige System beizubehalten, wonach der Anbieter alle fünf (bisher alle zehn) Börsentage die Anzahl der auf der ersten Handelslinie gekauften Beteiligungspapiere ohne Preisangabe veröffentlicht (normalerweise via Webseite des Anbieters).

10. Zeitpunkt Bestätigung durch Bank oder Effekthändler (Ziffer 39)

Es sollte zur Präzisierung festgehalten werden, wann eine jährliche Bestätigung abzugeben ist (z. B. im Zeitpunkt der Einberufung der ordentlichen Generalversammlung analog zur heutigen Mitteilung Nr. 1).

11. Entwurf Angebotstext in zweiter Sprache (Ziffer 46)

Dem Formular "Ankündigung eines Rückkaufprogramms" ist lediglich der Entwurf des Angebotstextes in einer Sprache (auf Deutsch oder Französisch) beizulegen, der Entwurf in der zweiten Sprache sollte nachgereicht werden können.

12. Zeitpunkt Gesuchseinreichung (Ziffer 53)

Eine Verfügung durch die UEK sollte innerhalb von zehn Börsentagen nach der Gesuchseinreichung erlassen werden. Die vorgeschlagene Zeitdauer für die Prüfung eines Gesuchs (Gesuche sind der UEK mindestens zwanzig Börsentage (was de facto einem Monat entspricht) vor der Lancierung des Rückkaufprogramms einzureichen), ist zu lang.

Wir gehen davon aus, dass die Bestimmungen der revidierten Mitteilung Nr. 1 nur für Rückkaufprogramme gelten werden, welche nach einem Inkrafttreten der revidierten Mitteilung Nr. 1 gestartet werden bzw. für bisherige Rückkaufprogramme gelten noch die alten Bestimmungen.

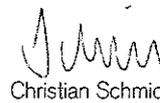
Wir danken Ihnen für die Möglichkeit der Stellungnahme.

Freundliche Grüsse

CREDIT SUISSE



Claude Jehle



Christian Schmid

09. Juni 2009

Transactions Legal
Legal DepartmentDr. Sebastian Harsch
Tel. +41-44-239 46 26
Fax +41-44-239 48 09
sebastian.harsch@ubs.com

www.ubs.com

Übernahmekommission
Selnaustrasse 30
Postfach
CH-8021 Zürich

4. Juni 2009

Stellungnahme zum Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 „Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen“ vom 24. April 2009Sehr geehrter Herr Präsident
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir bedanken uns für die Möglichkeit zur Stellungnahme zum Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 «Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen» und möchten Ihnen im Folgenden unsere Ansichten zu einzelnen Punkten darlegen. Diese Stellungnahme wurde intern mit anderen involvierten Stellen abgestimmt.

1. Allgemeine Bemerkung

Wir begrüßen die Revision des Rundschreibens Nr. 1 und deren Anpassung an die Entwicklungen im Markt und die legislatorischen Änderungen sowie die Kodifikation der Praxis der Übernahmekommission in Bezug auf einzelne Punkte. Die Revision dient zweifellos einer anwenderfreundlichen Nutzung des Rundschreibens Nr. 1.

Vorab einige generelle Bemerkungen zum Entwurf:

- (1) Die im Entwurf feststellbare Tendenz einer Harmonisierung der ordentlichen Linie und der speziellen Handelslinie in regulatorischer Hinsicht ist begrüßenswert. Es sind aber zwingende steuerliche Rahmenbedingungen zu beachten, welche teilweise eine Differenzierung zwischen den beiden Handelslinien notwendig machen.
- (2) Das Volumen eines Rückkaufprogramms sollte nicht nur wie im Entwurf vorgesehen in Prozent der ausstehenden Aktien, sondern auch in einem Schweizer Franken-Betrag (ohne Angabe eines prozentuellen Anteils bzw. einer maximalen Anzahl Aktien) angegeben werden können.

Während beispielsweise eine Gesellschaft mit einem Rückkaufgesamtvolumen von maximal CHF 100 Mio. und einem im Meldezeitpunkt aktuellen Kurs von CHF 100 voraussichtlich ca. 1 Mio. Aktien erwerben kann, muss die effektive Anzahl erworbener Aktien über diese 1 Mio. hinausgehen können, falls der Kurs während der Dauer des Rückkaufprogramms sinkt (z.B. effektives Rückkaufsvolumen von 2 Mio. Aktien, sollte der durchschnittliche

Kaufkurs während des Programms CHF 50 betragen). Dies sollte ohne zusätzliche Meldung an die Übernahmekommission zulässig sein, solange das maximale Programmvolumen unter 10% des Aktienkapitals bleibt.

Eine solche Regelung entspricht einem praktischen Bedürfnis, da die Gesellschaft in der Regel eine Liquiditätsplanung vornimmt, die Höhe der Mittel für einen Rückkauf definiert und daraus dann die Anzahl Aktien bzw. den entsprechenden Prozentsatz der ausstehenden Aktien ableitet. Insbesondere bei stark schwankenden Märkten (sic: fallenden) ist es von Interesse, die zur Verfügung stehenden Mittel ganz ausnützen zu können, auch wenn dadurch substantiell mehr Titel erworben werden können als ursprünglich vorgesehen (z.B. statt 3% neu 6%).

Wir schlagen deshalb vor, im Rundschreiben die Möglichkeit der Angabe der Höhe des Rückkaufprogramms in CHF vorzusehen. Eine entsprechende Mitteilung der Gesellschaft könnte dann beispielsweise folgendermassen lauten: „Die Gesellschaft beabsichtigt, für CHF [•] Mio. Aktien zurückzukaufen. Dies entspricht bei einem aktuellen Kurs von CHF [•] rund [•]% des ausstehenden Aktienkapitals. In keinem Fall wird die Gesellschaft mehr als 10% des ausstehenden Aktienkapitals zurückkaufen.“

- (3) Der aktuelle Entwurf enthält keine Übergangsregelungen. Hierzu wären klare Regelungen zu begrüssen.
- (4) Im Entwurf fehlt weiter eine explizite Regelung darüber, ob Parallelprogramme weiterhin zulässig sind. Wir gehen davon aus, dass weiterhin parallel geführte Programme (ordentliche Linie, spezielle Handelslinie) möglich sind bzw. dass Rückkaufprogramme, welche via beide Linien durchgeführt werden, zulässig sind. Eine explizite Regelung würden wir begrüssen.
- (5) Wir regen auch an, die generelle de-minimis-Freistellung von Rückkaufprogrammen von unter 2% beizubehalten. Sie hat sich in der Praxis bewährt. Einzig wäre zu konkretisieren, inwiefern solche de-minimis-Programme zu kumulieren sind. Anbieten würde sich eine Regelung, nach der pro Jahr ein solches Rückkaufprogramm durchgeführt werden kann.

2. Im Einzelnen

2.1. Rn 1

Gemäss Rn 1 ist bereits die Bekanntgabe der Absicht, eigene Beteiligungspapiere an der Börse zurückzukaufen, wie ein öffentliches Kaufangebot / Rückkaufprogramm zu behandeln. Unklar ist, inwieweit eine Gesellschaft in der Praxis dann noch kommunizieren darf, wie sie etwa bezüglich Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen (ESOP), etc. in Zukunft vorgehen wird (Unterlegung mit - teilweise noch zu erwerbenden - eigenen Aktien oder mit bedingtem Kapital). Unter Umständen könnte hier im Einzelfall bereits die Bekanntgabe einer Rückkaufabsicht vorliegen. Diese Unsicherheit kann zu einer kommunikativen Gratwanderung führen - vorausgesetzt die Gesellschaft will die Qualifikation als öffentliches Kaufangebot und die daraus resultierenden Konsequenzen vermeiden.

Vor dem Hintergrund der Einführung der Put-up-or-shut-up-Regelung in der revidierten Übernahmeverordnung-UEK sollte klargestellt werden, dass eine solche Regelung hier keine Anwendung findet und dass die bisherige Praxis weitergelebt werden kann, sprich, dass das Management darüber Auskunft geben kann, wie sie z.B. einen ESOP zu alimentieren gedenkt, ohne zu einem öffentlichen Rückkauf gezwungen zu sein. Ein stiller Rückkauf muss weiterhin möglich sein.

2.2. Rn 6

Wir begrüßen die Formulierung in Rn 6, welche klar festhält, dass ein Rückkaufprogramm auch mehrere Zwecke verfolgen kann.

2.3. Rn 8

Der Bezug des Freefloats als relevante Kennziffer ist unseres Erachtens nicht geeignet, die Frage der genügenden Liquidität der Titel zu beantworten. Er sagt nicht viel über das Handelsvolumen bzw. über die Umsatzhäufigkeit eines Titels aus. Der Freefloat ist bestenfalls ein sehr schwacher Indikator dafür, ob ein Titel liquid oder illiquid ist. Ob ein Titel liquid ist oder nicht, lässt sich letztlich über den Freefloat nicht feststellen (Bsp.: die Freefloat-Erfordernisse von Art. 17 KR können rein rechnerisch erfüllt sein, wenn die gesamten Aktien durch sieben voneinander unabhängigen Aktionären gehalten werden, wenn nur die Verteilung der Aktien entsprechend ist, was sicherlich keinen liquiden Handel garantiert). Letztlich stellt sich auch die Frage, ob die Abnahme des Freefloats durch ein Rückkaufprogramm überhaupt ein Problem darstellt, welchem mit entsprechenden Regelungen entgegengewirkt werden muss.

Gemäss dem Wortlaut von Rn 8 wird für Rückkaufprogramme vorausgesetzt, dass dieses nicht zu einer Verletzung der Freefloat-Erfordernisse führt. Kein Hindernis besteht hingegen, wenn diese ohnehin schon verletzt sind. Jeder andere Ansatz würde auch dazu führen, dass gewisse Unternehmungen gar keine Rückkaufprogramme unter dem Rundschreiben durchführen könnten. Dies ist sicherlich ein Resultat, welches nicht wünschbar ist und diverse Unternehmungen und deren Aktionäre stark benachteiligen würde, da ihnen eine potentielle Ausstiegsmöglichkeit genommen wird.

Ob ein liquider Titel durch ein Aktienrückkaufprogramm illiquid wird bzw. der Freefloat abnimmt, lässt sich zu Beginn des Programms kaum voraussagen. Stellt man fälschlicherweise auf den Freefloat ab, so weiss man vor Beginn des Rückkaufprogramms nur dann etwas über die Verletzung der Freefloat-Grenzwerte, wenn die Grossaktionäre sich klar festlegen, wie sie sich verhalten werden. Die Freefloat-Erfordernisse würden im Übrigen nie verletzt, wenn die Nicht-free-float-Aktionäre mindestens pro-rata verkaufen. Wollte man aufgrund dieses untauglichen Massstabes sämtliche Rückkaufprogramme unterbinden, bei welchen eine theoretische Möglichkeit bestünde, dass die Grenzwerte verletzt werden könnten, würde die Möglichkeit von Rückkaufprogrammen in Frage gestellt.

Entsprechend ist auch Rn 49 abzulehnen.

2.4. Rn 9

An der Anforderung, dass sich das Rückkaufprogramm auf alle kotierten Beteiligungspapiere beziehen muss, ist insoweit nichts auszusetzen, als mit „Beteiligungspapieren“ Aktien, Partizipationscheine und Genussscheine gemeint sind. Vor dem Hintergrund der erfolgten Änderung in Art. 2 der Übernahmeverordnung-UEK per 1. Januar 2009, wo Wandelrechte und Erwerbsrechte auf Beteiligungspapiere (Optionsrechte) aus der Definition der „Beteiligungsrechte“ gestrichen wurden, gehen wir davon aus, dass Optionen und Wandelanleihen von Rn 9 des Rundschreibens nicht erfasst sind. Eine explizite Ausnahme von Optionen und Wandelanleihen wäre jedoch zu begrüßen, denn ein Aktienrückkaufprogramm sollte sich wie bis anhin nicht auch auf allenfalls eine von der Gesellschaft begebene Wandelanleihe erstrecken müssen.

2.5. Rn 10 / Rn 11

Die Festschreibung eines Verbotes, irgendwelche Beteiligungspapiere ausserhalb eines laufenden Rückkaufprogramms zu kaufen, ist ein Kernproblem des vorliegenden Entwurfes.

Eine solche Regelung würde der heute gelebten Praxis widersprechen und zu grösseren Problemen führen. In der Praxis werden oft Beteiligungspapiere ausserhalb eines Programms gekauft, sei es zwecks Hedging, Absicherung von ESOP's, Erfüllung von bestehenden Verpflichtungen, Sicherstellung von Lieferverpflichtungen, Kurspflege bzw Market Making zwecks Verbesserung der Liquidität, etc.

Wollte man solche Rückkäufe z.B. im Rahmen eines Rückkaufes zwecks Herabsetzung vornehmen, müsste man den Zweck erweitern, was steuerlich nicht zulässig ist bzw. - falls die momentan geltende Steuer-Praxis sich entgegen aller Erwartungen ändern würde - zu einer Abführung der Verrechnungssteuer führen würde, obwohl keine Herabsetzung des Aktienkapitals in diesem Umfang stattfindet.

Die hier vorgeschlagene Variante nimmt nicht nur keine Rücksicht auf die oben beschriebenen steuerlichen Rahmenbedingungen, welche im Rahmen eines Rückkaufes zwecks Herabsetzung keine anderen Zwecke erlauben, sondern auch keine Rücksicht auf die betriebliche Realität. Käufe und Verkäufe eigener Aktien können unter verschiedenen Prozessen gleichzeitig und am gleichen Tag vorkommen. So können Mitarbeiterbeteiligungspläne ereignisorientiert sein: Verlässt Mitarbeiter A die Gesellschaft, werden Aktien am Tag x verkauft, stösst Mitarbeiter B zur Gesellschaft, werden gleichentags Aktien gekauft. Das gleiche gilt für ein allfälliges dynamisches Delta-Hedging solcher Mitarbeiterpläne: In Abhängigkeit von der Kursentwicklung kauft oder verkauft die Gesellschaft eine entsprechende Anzahl Aktien. Ähnliches gilt für Kurspflegetransaktionen in illiquiden Titeln, welche die Gesellschaft durchführt, um den Aktionären einen geordneteren Handel zu bieten. In all diesen Fällen wäre die Meldung der Käufe und der Verkäufe im Rahmen des Rückkaufprogramms irreführend, da sie mit dem Zweck des Programms meist nichts zu tun hat und keinen Einfluss auf den Marktkurs hat.

Würde man solche Käufe von Aktien auf das Volumen eines Rückkaufprogramms anrechnen, würde dieses durch Käufe „aufgebraucht“, welche in keiner Weise einem auch nur einigermaßen relevanten temporären „aus-dem-Markt-nehmen“ der Titel gleichkommt. Dies wird insbesondere bei Hedging-Transaktionen offensichtlich: Was heute gekauft wurde, kann im nächsten Moment wieder verkauft werden.

Hinzukommt, dass die organisatorischen Aspekte der in Rn 11 vorgesehenen Meldepflicht in keinem Verhältnis zum „Informationsgewinn“ stehen.

2.6. Rn 12

Wir machen beliebt, im Rundschreiben auf einen expliziten Verweis auf Art. 659 OR zu verzichten. Es ist fraglich, ob es der Übernahmekommission obliegt, die Einhaltung dieser Bestimmung durch die Anbieter zu überprüfen. Es sei auch der Hinweis angebracht, dass es selbstverständlich ist, dass die Anbieter die Kapitalschutzvorschriften gemäss Obligationenrecht zu beachten haben, wobei es zB der jeweiligen Revisionsstelle überlassen bleibt, ob sie zur jeweiligen Transaktion Vorbehalte anbringt oder nicht. Hinzu kommt, dass das Übernahmerecht auch auf ausländische Gesellschaften mit schweizerischer Verwaltung Anwendung findet, welche im für sie anwendbaren Gesellschaftsrecht unter Umständen keine vergleichbaren Bestimmungen kennen. Insbesondere sollte aber auch vermieden werden, dass durch die Formulierungen im Rundschreiben Nr. 1 auf irgendeine Weise eine Interpretation für die Berechnung der 10 Prozent-Grenze gemäss Art. 659 OR vorweggenom-

men wird, welche von den zuständigen Revisionsstellen, Rechtsberatern und Gesellschaften in der Praxis anders gelebt wird und sich bewährt hat.

Auch die weiteren Ausführungen in Rn 12 sollten unseres Erachtens keinen Eingang ins Rundschreiben Nr. 1 finden. Sie schränken die Flexibilität ein und sind zudem aus steuerlicher Hinsicht nicht umsetzbar. So ist die erwähnte Variante der Veräusserung der eigenen Aktien über die ordentliche Linie aus steuerlicher Sicht aufgrund von Restriktionen der Eidgenössischen Steuerverwaltung für Transaktionen mit eigenen Aktien während offener spezieller Handelslinie nicht durchführbar. Die Gesellschaft könnte somit erst wieder Beteiligungspapiere zurückkaufen, wenn für eine entsprechende Anzahl auf der speziellen Linie erworbener Titel die mit der Kapitalherabsetzung verbundenen Fristen abgelaufen sind, sofern eine Kapitalherabsetzung überhaupt möglich ist. Hinzu kommt, dass die steuerlichen Folgen prohibitiv wären, sollte die Gesellschaft die eigenen Aktien nicht zum Zweck der Herabsetzung erworben haben.

2.7. Rn 16

Entgegen den Ausführungen in den Erläuterungen zum Entwurf kommt es mit der Verkürzung der Frist von neun auf sechs Monate nicht zu einer Angleichung mit den Fristen des Übernahme- und Gesellschaftsrechts, sondern zu einer weiteren Statuierung eines Ausnahmefalles. Wie schon die Professoren Böckli, Druey, Forstmöser, Hirsch und Nobel in ihrem Rechtsgutachten zu Handen der Schweizerischen Zulassungsstelle betreffend die Veröffentlichung von Zwischenabschlüssen in Emissionsprospekten (SZW 1993 S. 282 ff.) dargelegt haben, ist die Frist von sechs Monaten in Art. 652a Abs. 5 OR als eine Frist von neun Monaten zu lesen. Dies entspricht auch der heutigen Praxis. Ebenso kennt das Kotierungsreglement längere Fristen. Der aktuelle Vorschlag würde dazu führen, dass sämtliche Rückkaufprogramme jeweils ab dem 31. Dezember bzw. 30. Juni bis zur Publikation des Abschlusses (d.h. mehrere Wochen bis Monate) unterbrochen werden müssten. Das Resultat wäre, dass unter Umständen während des grösseren Teil des Jahres keine Rückkäufe durchgeführt werden könnten, was zu einer Totgeburt führen könnte.

Auch ist nicht ersichtlich, warum für den Handel im Rahmen eines Rückkaufprogramms andere Publikationsanforderungen an den Emittenten gestellt werden als für den normalen Börsenhandel. Die bestehenden Anforderungen der SIX Swiss Exchange im Rahmen des ordentlichen Reportings entsprechen dem Marktstandard und sind ausreichend. Warum während eines beispielsweise drei Jahre dauernden Rückkaufprogramms plötzlich das normale Reporting umgestellt werden soll (was ein massiver Eingriff wäre und das Problem nur reduziert, jedoch nicht löst), nur um ein einigermaßen vernünftiges, sich auch effektiv über grosse Teile des Jahres erstreckendes Rückkaufprogramm zu ermöglichen, ist nicht ersichtlich.

2.8. Rn 28 - 30

Die in Rn 28 und 29 vorgesehenen Voraussetzungen für einen Rückkauf während einer black-out-Periode sind zu strikt formuliert als dass sie in der Praxis von einem Anbieter akzeptiert würden. Es sollte zumindest möglich sein, mit Limiten zu arbeiten bzw. die Instruktionen regelmässig den Marktgegebenheiten anzupassen. Ausserhalb der Black-out Fristen muss es den Gesellschaften jederzeit möglich sein, ihre Instruktionen anzupassen – die Marktverhältnisse (wobei damit nicht nur die Börse, sondern das wirtschaftliche Umfeld allgemein gemeint ist) ändern sich teilweise so schnell, dass von einer Gesellschaft unmöglich verlangt werden kann, dass sie sich auf Monate hinaus auf ein bestimmtes Vorgehen festlegt und dieses den sich verändernden Gegebenheiten nicht anpassen darf. Richtigerweise müssen Anpassungen ausserhalb von Black-out Perioden jederzeit möglich sein.

Es ist nicht ersichtlich, warum hier eine Verschärfung angestrebt wird. Eine solche wäre nur angezeigt, wenn man davon ausgeht, dass ausserhalb der Black-out Perioden schon preissensitives, nicht öffentliches Wissen besteht. Dann stellt sich aber eine andere grundsätzliche Frage, welche mit der sich hier stellenden Fragestellung nur indirekt zu tun hat.

2.9. Rn 31

Im Zusammenhang mit der in Rn 31 geforderten Bestätigung durch das Revisionsorgan ist sicherzustellen und sollte aus dem Rundschreiben klar hervorgehen, dass das Revisionsorgan des Anbieters in Bezug auf Rn 28 und 29 keine Prüfungshandlungen bei der durchführenden Bank oder dem durchführenden Effektenhändler vornehmen muss. Alles andere würde zu einem unverhältnismässigen Aufwand und zu unverhältnismässigen Kosten auf Seiten der Gesellschaft und der durchführenden Bank bzw. des durchführenden Effektenhändlers führen. Zudem stehen die Banken doch unter Aufsicht und unter der Kontrolle der bankenrechtlichen Revisionsstelle.

Im in Rn 30 vorgesehenen Fall, wo eine Bank oder ein Effektenhändler als Anbieter auftritt, ist auf das Erfordernis einer separaten Bestätigung durch das Revisionsorgan zu verzichten. Die Banken sind als regulierte Institute einer genügenden Aufsicht unterstellt, so dass es keiner zusätzlichen Bestätigung eines Revisionsorgans darüber bedarf, dass die Voraussetzungen von Rn 30 eingehalten worden sind.

2.10. Rn 33

Wir begrüssen die neue Regelung in Rn 33 sehr, wonach die Obergrenze bei 25% des Volumens des gleichen Tages oder des vorangegangenen Börsentags festgelegt wird. Im Sinne einer klareren Regelung schlagen wir vor, im Rundschreiben selbst – und nicht nur in den Erläuterungen – explizit festzuhalten, dass für die Ermittlung des Tagesvolumens auf das Volumen der ordentlichen *und* der speziellen Handelslinie abgestellt wird.

2.11. Rn 35

Nebst Kaufaufträgen, die vor dem „stop trading“ vom Anbieter an die Bank übermittelt wurden, sollten auch Aufträge, welche zuvor von der Bank ins Trading-System eingegeben wurden, ausgeführt werden dürfen. Die Ausnahme muss zudem auch für den Fall gelten, in dem der Effektenhändler den Kaufentscheid unabhängig fällt (im Rahmen der erhaltenen Instruktionen).

2.12. Rn 36

Eine Differenz von maximal 2% zwischen dem auf der ordentlichen Linie und dem auf der speziellen Handelslinie angebotenen Preis ist zu knapp bemessen. Die Kapitalkosten der Broker sind enorm angestiegen und die aufgeschobenen Zinskosten können insbesondere bei Titeln von kleineren und mittleren Gesellschaften dazu führen, dass sich für eine Preisdifferenz von 2% keine Verkäufer (Arbitrageure) auf der speziellen Handelslinie finden könnten.

Es mag zwar – wie in den Erläuterungen ausgeführt – gegenwärtig zutreffen, dass die Preisdifferenz in der Praxis kaum mehr als 1 bis 2% beträgt, allerdings kann sich dies schnell ändern, sobald sich das Zinsumfeld wieder ändert, denn die Preisdifferenz wird vom Marktumfeld definiert. Die Preisdifferenz muss hoch genug sein, um die Zinskosten für die zeitlich verzögerte Verrechnungssteuer-Rückvergütung, die Kapitalkosten (Eigenkapitalunterlegung von Risikopositionen), Bearbeitungskosten und einen angemessenen Ertrag für den Arbitrageur zu ermöglichen. Sollten somit beispielsweise die Zinsen stark ansteigen, würde eine zu tief angesetzte Preisdifferenz die Rückkäufe auf der speziellen Handelslinie zum Erliegen bringen.

Wir schlagen vor, die maximal zulässige Preisdifferenz bei 5% zu belassen bzw. abzuschaffen. Die Preisdifferenz wird durch den Markt bestimmt: Sobald es für diesen genügend lukrativ ist, wird er die Arbitrage-Möglichkeit nutzen. Der Anbieter hat ohnehin kein Interesse, Kurse auf der speziellen Handelslinie zu stellen, welche über dem vom Markt geforderten Niveau liegen. Die Marktkräfte leisten somit aufgrund der transparenten Natur des Handels auf der speziellen Handelslinie Gewähr für einen angemessenen Preis.

2.13. Rn 39

Das Erfordernis einer Bestätigung der Bank muss derart eingeschränkt werden, dass sie sich ausschliesslich auf solche Käufe bezieht, welche die Bank selber abgewickelt hat. Die Bank hat keine Kontrolle darüber, ob der Kunde via eine Drittbank irgendwelche anderen Käufe abwickelt.

2.14. Rn 42 / 46

Unter dem neuen Kotierungsreglement ist vorgesehen, dass Dokumente, welche der Zulassungsstelle einzureichen sind, auch ausschliesslich in Englisch verfasst werden können. Im Sinne einer Vereinheitlichung der Regelwerke schlagen wir eine entsprechende Regelung auch für die Dokumente im Zusammenhang mit Rückkaufprogrammen vor.

Wir bitten Sie höflich, die vorliegende Stellungnahme bei der weiteren Bearbeitung des Rundschreibens Nr. 1 wohlwollend zu berücksichtigen. Bei allfälligen Fragen zu den vorstehenden Ausführungen stehen Ihnen die Unterzeichneten jederzeit gerne zur Verfügung. Vor dem Hintergrund der sich stellenden Fragestellungen, schlagen wir zudem vor, gewisse Fragen im Rahmen eines Roundtables zu erörtern und einer transparenten, fairen und allen Bedürfnissen gerechten Lösung zuzuführen.

Freundliche Grüsse

UBS AG

Dr. Sebastian Harsch
Executive Director


Claude Charpiloz
Executive Director

Von Karl Hofsteter; Evelyn Schilter
Telefon +41 41 445 52 62; +41 41 445 52 44
E-Mail karl.hofstetter@ch.schindler.com; evelyn.schilter@ch.schindler.com
An Übernahmekommission
Datum 7. Juni 2009
Betreff **Stellungnahme Schindler Holding AG
zum Entwurf Rundschreiben Nr. 1 der Übernahmekommission: Freistellung von
Aktienrückkaufprogrammen vom 24. April 2009**

I. WESENTLICHE PUNKTE

1. Zu Rn 10, Rn 32 und Rn 37: Rückkäufe ausserhalb eines Rückkaufprogramms bzw. auf der 1. und 2. Handelslinie

Der Wortlaut von Rn 10 verbietet Rückkäufe ausserhalb eines laufenden Rückkaufprogramms. Aus den Erläuterungen der UEK zu Rn 10 geht hervor, dass neu sämtliche Rückkäufe im Rahmen eines laufenden Rückkaufprogramms zu erfolgen haben, während bisher bei Rückkaufprogrammen über eine 2. Handelslinie gestützt auf die Weisung Nr. 20 der SIX lediglich ausserbörsliche Transaktionen untersagt waren. Das führt dazu, dass bei der Planung eines Rückkaufprogramms bereits der ganze Bedarf an eigenen Titeln zu berücksichtigen ist. Damit soll die Transparenz verstärkt und sichergestellt werden, dass das angekündigte und freigestellte Rückkaufvolumen nicht mit Rückkäufen ausserhalb des Programms überschritten wird. Dies legt den Schluss nahe, dass bei einem Rückkaufprogramm über eine 2. Handelslinie Rückkäufe über die 1. Handelslinie nicht mehr zulässig sind.

Demgegenüber statuiert Rn 37, dass der Emittent Transaktionen von Titeln, auf welche sich das Rückkaufprogramm bezieht, der UEK gemäss dem 8. Kapitel der UEV zu melden hat, es sei denn, sämtliche Rückkäufe werden über eine spezielle Handelslinie getätigt. Implizit lässt diese Regel sowohl Rückkäufe über die 1. wie auch über die 2. Handelslinie zu. Fraglich ist allerdings, ob sämtliche Transaktionen gemäss dem 8. Kapitel der UEV zu melden sind, wenn nicht sämtliche Rückkäufe über die 2. Linie erfolgen, d.h. auch die über die 2. Linie getätigten Rückkäufe gemeldet werden müssen.

Aus Sicht des Emittenten muss sichergestellt sein, dass im Rahmen eines freigestellten Rückkaufprogramms die Rückkäufe je nach Bedarf und Verwendungszweck sowohl über die 1. Linie als auch über die 2. Linie erfolgen können. So muss es beispielsweise nach wie vor möglich sein, Titel welche für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme oder andere Zwecke des Treasury verwendet werden sollen, über die 1. Linie zurückzukaufen. Eine Beschränkung auf Rückkäufe über die 2. Linie würde einerseits den Emittenten zwingen, Rückkäufe

teurer über die 2. Linie zu tätigen (Preisdifferenz zwischen 1. und 2. Linie) und andererseits zu steuerlichen Problemen führen, namentlich bei Titeln, welche nicht zur Vernichtung sondern z.B. zur Wiederveräußerung im Rahmen von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen oder M&A Projekten zurückgekauft werden, sowie bei Titeln, welche von natürlichen Personen zurückgekauft werden. Dies würde, neben administrativen Komplikationen und Steuerrisiken insbesondere auch die Gleichbehandlung der Anbieter verunmöglichen.

Die in Rn 37 statuierte Meldepflicht sollte zudem auf Titel beschränkt werden, welche über die 1. Linie zurückgekauft werden. Die über die 2. Linie getätigten Rückkäufe sind transparent. Eine zusätzliche Mitteilungspflicht erübrigt sich.

Damit wird dem –nachvollziehbaren - Anliegen der UEK bezüglich vollständiger Transparenz über alle Rückkäufe während eines laufenden Rückkaufprogramms Rechnung getragen. Gleichzeitig hat der Emittent eine gewisse Flexibilität um die für verschiedene Verwendungszwecke erforderlichen Titel sachgerecht entweder über die 1. oder die 2. Handelslinie zurückzukaufen und damit eine Gleichbehandlung der Anbieter überhaupt erst zu ermöglichen, insbesondere auch unter Berücksichtigung des geltenden Steuerrechts. Dies führt zu einer klaren Verbesserung der heutigen Rechtslage.

Allerdings ist darauf hinzuweisen, dass die Beschränkung der Rückkäufe auf Rückkäufe im Rahmen des Rückkaufprogramms für Emittenten noch weitere unerwünschte Implikationen hat. Für Emittenten beispielsweise, welche bisher ein Rückkaufprogramm über eine 2. Linie und bezüglich verschiedener Titelkategorien hatten, ergibt sich aus der neuen Regelung, wonach keine Rückkäufe ausserhalb des Rückkaufprogramms mehr getätigt werden dürfen, ein zusätzliches Problem mit Bezug auf Rn 32, wonach der Emittent für die verschiedenen Titelkategorien gleichzeitig einen Geldkurs stellen muss: Will der Emittent eine Titelkategorie für einen bestimmten Verwendungszweck zurückkaufen (z.B. Namenaktien für Mitarbeiterbeteiligungsprogramme), muss er gemäss Rn 32 bezüglich der anderen Titelkategorie ebenfalls einen Geldkurs stellen, selbst wenn im Zusammenhang mit dem dafür vorgesehenen Verwendungszweck keine Rückkäufe anstehen, was seitens des Emittenten nicht wünschbar ist.

2. Rn 8 und Rn 49: Liquidität der Titel

Für eine Freistellung im Meldeverfahren wird ein free float mindestens im Umfang der Kotierungsvoraussetzungen verlangt. Eine ausreichende Streuung gilt gemäss Art. 17 des Kotierungsreglements als erreicht, wenn die in der gleichen Kategorie ausstehenden Beteiligungsrechte des Emittenten zu mindestens 25% im Publikumsbesitz sind und die Kapitalisierung der sich im Publikumsbesitz befindenden Beteiligungsrechte mindestens CHF 25 Mio. beträgt.

Es stellt sich die Frage nach der Berechnungsweise des free float. Unseres Erachtens dürfen vom free float maximal diejenigen Titel abgezogen werden, welche gemäss Geschäftsbericht über einen Aktionärbindungsvertrag gehalten werden oder sonstigen Veräußerungssperren unterliegen und damit nicht jederzeit frei handelbar sind (vgl. auch Art. 17 Abs. 5 des Kotierungsreglements).

Keinesfalls darf hingegen bei der Berechnung des free float auf das in einer bestimmten Periode in der Vergangenheit gehandelte Volumen abgestellt werden. Bei einer solchen Berechnungsweise würde der free float von zufälligen und grossenteils markindizierten Verhaltensweisen der Aktionäre abhängen. Sie würde zu willkürlichen, nicht vorhersehbaren und vom Emittenten nicht kontrollierbaren Ergebnissen führen. Findet in der relevanten Berechnungsperiode beispielsweise nur geringer Handel statt, sähe sich der Emittent damit konfrontiert, dass er aufgrund externer Faktoren plötzlich die Freistellungsvoraussetzungen des Rückkaufprogramms nicht mehr erfüllen würde. Ein solches Kriterium wäre nicht berechenbar und daher nicht justiziabel. Auch funktional betrachtet ist beim free float von der maximalen Anzahl Titel auszugehen, welche potentiell gehandelt werden können und nicht etwa von der Anzahl der historisch tatsächlich gehandelten Titel.

3. Rn 12: Art. 659 OR

Gemäss Rn 12 überwacht die UEK im Rahmen von Rückkaufprogrammen die Einhaltung von Art. 659 OR und verlangt, dass der Emittent das Rückkaufprogramm unterbrechen muss, sobald der Grenzwert von 10% an eigenen Titeln erreicht wird, bis eine ausreichende Anzahl von Titeln entweder veräussert oder die notwendigen Schritte für eine Kapitalherabsetzung vollzogen wurden. Gemäss Erläuterungen der UEK ist diese Regelung dadurch gerechtfertigt, dass ein Rückkauf eigener Aktien durch eine Gesellschaft wirtschaftlich einer Reduktion des Kapitals entspricht, welche im schweizerischen Recht an gewisse Bedingungen geknüpft ist.

Zunächst ist festzuhalten, dass es nicht die Aufgabe der UEK ist, die Einhaltung von Art. 659 OR durchzusetzen. Aus Artikel 37 UEV kann diese Kompetenz jedenfalls nicht abgeleitet werden. Das heisst nicht, dass die UEK offensichtliche Verstösse gegen klares Recht sanktionieren soll. Gerade im Bereich von Art. 659 OR kann jedoch nicht ohne weiteres von klarem Recht ausgegangen werden, da gewisse Fragen höchststrichterlich nach wie vor nicht geklärt sind, so etwa die Frage, ob Titel, bezüglich welcher ein Kapitalherabsetzungsbeschluss der GV vorliegt, die jedoch noch nicht vernichtet sind, bei der Schwelle von Art. 659 Abs. 1 OR zu berücksichtigen sind. Auch das Argument, dass ein Rückkauf eigener Titel ökonomisch einer Kapitalreduktion entspricht, ist nicht stichhaltig. Dieser Effekt wird im Obligationenrecht in gewissen, vom Obligationenrecht gesetzten Grenzen geduldet. So werden auch Verlustvorträge und ein Kapitalverlust bis zu einer gewissen Grenze geduldet, obwohl sie ökonomisch einer Reduktion des Kapitals entsprechen. In diesem Bereich greift die UEK anlässlich der Freistellung eines Rückkaufprogramms ebenfalls nicht ein. Die restriktive Regelung und Praxis der UEK mit Bezug auf Art. 659 OR sind daher abzulehnen.

4. Rn 33: Rückkauf pro Börsentag von maximal 25% des gesamten Tagesvolumens des Titels an diesem oder am vorangegangenen Börsentag

Gemäss Rn 33 und den Erläuterungen der UEK ist das täglich zulässige Rückkaufvolumen auf 25% des gesamten Tagesvolumens einer Titalkategorie auf der ordentlichen und der speziellen Handelslinie an diesem oder dem vorangegangenen Börsentag beschränkt.

Eine Beschränkung des Rückkaufvolumens über die ordentliche Handelslinie ist verständlich und aus Sicht des Emittenten unproblematisch, solange bloc trades (ausserbörslicher Handel) möglich sind. Nicht akzeptabel für den Emittenten und nicht wünschbar für die übrigen Börsenteilnehmer ist hingegen, dass neu das Rückkaufvolumen über die spezielle Handelslinie ebenfalls beschränkt werden soll: Zunächst ist aufgrund der Weisung Nr. 20 der SIX (Ziff. 2.1.4) ausserbörslicher Handel auf der 2. Linie und damit die Möglichkeit von bloc trades untersagt. Ist nun das Rückkaufvolumen auf der speziellen Handelslinie beschränkt und ausserbörslicher Handel untersagt, kann der Emittent insbesondere in einer schwachen Börsenphase mit tiefen Kursen ein freigestelltes Rückkaufprogramm nur äusserst begrenzt nutzen. Zudem führt eine Beschränkung des zulässigen Rückkaufvolumens auf der speziellen Handelslinie dazu, dass der Emittent unter Umständen sehr viel Zeit braucht, um ein Rückkaufprogramm abzuwickeln, insbesondere bei Titeln mit geringerer Liquidität.

Zudem vermag die neue Regelung die bisherigen Probleme nicht zu lösen: auch wenn auf den Vortag oder den laufenden Börsentag abgestellt wird, kann ein Anbieter im Fall von grundsätzlich kaum liquiden Titeln nach vereinzelt Tagen mit grossen Handelsvolumen sehr viele Titel zurückkaufen und verunmöglicht diese Regel andererseits den raschen Rückkauf einer grösseren Anzahl Titel, wenn diese Titel nur mit einem geringen Volumen gehandelt werden.

- 5. Rn 36: Herabsetzung der zulässigen Preisdifferenz zwischen ordentlicher und spezieller Handelslinie von 5% auf neu 2%**

Eine Begrenzung der zulässigen Preisdifferenz auf 2% ist zu eng. Die bisherige Regelung von 5% hat sich bewährt und es ist nicht ersichtlich, weshalb die UEK diesen Spielraum einschränken muss. Die UEK begründet die Einschränkung denn auch nicht weiter. Die Tatsache, dass in der Praxis die Preisdifferenz in letzter Zeit kaum mehr als 1 bis 2% betragen hat, reicht als Begründung jedenfalls nicht aus. Die Preisdifferenz ist u.a. vom jeweiligen Zinsniveau abhängig. Es ist durchaus denkbar, dass in Zukunft eine Preisdifferenz von über 2% angemessen sein kann. Die von der UEK vorgeschlagene Beschränkung auf 2% ist aus Sicht des Emittenten eine ungebührliche Einschränkung, welche zudem unnötig ist, da der Markt die Preisdifferenz regelt.

II. WEITERE PUNKTE

- 1. Rn 4 und Rn 54: Recht der UEK zur Unterstellung eines Rückkaufprogramms unter die allgemeinen Regeln über öffentliche Kaufangebote**

Die Formulierung gibt der UEK den Freipass, Rückkaufprogramme nicht freizustellen, obwohl sie die von der UEK definierten Voraussetzungen für eine Freistellung erfüllen ("safe harbor", Rn 3). Damit bedingt sich die UEK die Freiheit aus, sich selbst nicht an die von ihr aufgestellten Regeln zu halten. Aus Gründen der Rechtssicherheit sollte das Recht der UEK zur Unterstellung eines Rückkaufprogramms unter die allgemeinen Regeln über öffentliche Kaufangebote gestrichen werden. Unseres Erachtens hat die UEK mit den im Rundschreiben Nr. 1 enthaltenen Regelungen genügend Flexibilität.

2. Rn 39: Bestätigung bezüglich Einhaltung der Voraussetzungen

Bei mehrjährigen Rückkaufprogrammen muss die Bestätigung mindestens einmal pro Jahr abgegeben werden. Es ist unklar, zu welchem Zeitpunkt die Bestätigung abzugeben ist. In der bisherigen Regelung ist der Zeitpunkt klar geregelt (bei Einberufung der ordentlichen Generalversammlung). Sachgerecht wäre z.B., dass die Bestätigung am ersten Börsentag nach Ablauf eines Kalenderjahres seit Beginn des Rückkaufprogramms abzugeben ist.

3. Rn 52: Klärung von Fragen grundsätzlicher Bedeutung durch die UEK

Die UEK hat die Möglichkeit, die Prüfung eines Rückkaufprogramms an sich zu ziehen, falls dieses Fragen von grundsätzlicher Bedeutung aufwirft. Dies ist auch im Interesse des Emittenten, der damit eine anfechtbare Verfügung erhält. Umgekehrt sollte jedoch auch der Emittent das Recht haben, die Freistellung eines Rückkaufprogramms mittels Verfügung durch die UEK zu verlangen, obwohl die Voraussetzungen für eine Freistellung im Meldeverfahren erfüllt wären, falls sich eine Frage von grundsätzlicher Bedeutung stellt.

4. Inkrafttreten und Übergangsregelung

Es fehlen Bestimmungen zum Inkrafttreten der neuen Regelung und Übergangsbestimmungen bzw. die Klärung der Frage, ob und inwieweit die neue Regelung auf laufende Rückkaufprogramme anwendbar ist.

An den
Präsidenten der Übernahmekommission
Selnastrasse 30
Postfach
8021 Zürich

5. Juni 2009

Stellungnahme von PricewaterhouseCoopers AG betr. den Entwurf des neuen Rundschreibens «Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen» zwecks Revision der UeK-Mitteilung Nr. 1 «Rückkäufe von Beteiligungspapieren» vom 28. März 2000

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir danken Ihnen für die Möglichkeit, zum vorliegenden Entwurf vom 24. April 2009 des Rundschreibens Nr. 1 der Übernahmekommission: „Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen“, Stellung nehmen zu können.

Wir begrüssen die Stossrichtung der Revision resp. die in Aussicht genommene Anpassung an die Neuerungen des Marktes und die Bedürfnisse der Marktteilnehmer sowie die Klarstellung der Praxis der Übernahmekommission in Form des neuen Rundschreibens Nr. 1.

1. Stellungnahme zu Rn 12:

Wir gehen davon aus, dass hier das (ordentliche) Kapitalherabsetzungsverfahren, wie es durch Art. 732 ff. OR vorgegeben ist, angesprochen wird, was wir als sach- und praxisgerecht erachten. Insofern gehen wir weiter davon aus, dass die mit Verfügung 408/01 vom 2. April 2009 in Sachen Partners Group Holding AG eingeleitete Praxis, welche einen im Gesetz nicht vorgesehenen, zeitlich vorgezogenen und rein „hypothetischen“ Revisionsbericht verlangt, mit Inkrafttreten des revidierten Rundschreibens Nr. 1 - aus unserer Sicht zu Recht - aufgegeben wird..

Abgesehen davon, dass die erwähnte Praxis nach unserem Dafürhalten auf einer überdehnten aktienrechtlichen Interpretation beruht, können wir daraus auch keinen zusätzlichen Nutzen für den Aktionär und den Markt erkennen. Insbesondere schafft der Prüfungsbericht unseres Erachtens keinen Mehrwert aufgrund seiner rein hypothetischen Natur; je nach Dauer des Rückkaufprogrammes können zwischen dem Datum des Berichts und der effektiven Kapitalherabsetzung mehr als ein Jahr vergehen und kann sich die Bilanz in der Zwischenzeit durch zahlreiche Faktoren wesentlich verändern. Hinzu kommt, dass es in der Verantwortlichkeit des Verwaltungsrates liegt, im Rahmen der Ad-hoc-Publizitätsvorschriften früh- bzw. rechtzeitig über avisierte Kapitalherabsetzungsmassnahmen zu informieren, wobei aber die Kompetenz zur Herabsetzung letztlich immer bei der Generalversammlung verbleibt. Bis zur Durchführung der die Kapitalherabsetzung effektiv beschliessenden Generalversammlung bleibt jede Herabsetzung

resp. Vernichtung der im Rahmen des Rückkaufs erworbenen Aktien rein hypothetisch, weshalb der von der UeK avisierten Grundsatzbeschlussfassung ohnehin nicht mehr als der Charakter einer (blosser) Absicht zu einer späteren Vernichtung zukommen dürfte.

2. Stellungnahme zu Rn 28-31:

Ein besonders befähigter Revisor könnte einzig bestätigen, dass der Anbieter bzw. die im Auftrag des Anbieters handelnde Bank oder der Effektenhändlerin den Zeitplan des Anbieters faktisch eingehalten hat. Somit könnten insbesondere die während der Black-Out-Periode getätigten Rückkäufe ermittelt und beurteilt werden ob diese im Rahmen der Vorgaben des Zeitplans liegen („*factual statement*“, mithin ohne „*positive*“ oder „*negative assurance*“). Eine weitergehende Bestätigung oder gar eine Beurteilung analog zu einem Prüfungs-Testat oder bei einem Review könnte und dürfte der Revisor jedoch nicht abgeben, zumal er auch nicht Partei des vom Anbieter der Bank/Effektenhändlerin erteilten Auftrags ist.

Rn 28 in Verbindung mit Rn 31:

Die Einhaltung dieses Punktes könnte die UEK auch selbst überprüfen.

Rn 29 in Verbindung mit Rn 31:

Die Prüfung der Einhaltung dieser Bestimmung einem Revisor aufzuerlegen macht keinen Sinn bzw. die Prüfbarkeit ist nicht gegeben. Dies erneut aus Praktikabilitätsgründen und weil der Revisor nicht Partei des entsprechenden Auftrags zwischen Anbieter und Bank/Effektenhändlerin ist. Anderenfalls müsste der Revisor einen „revisionsfremden“ Zweck erfüllen.

Rn 30 in Verbindung mit Rn 31:

Unter der Bedingung, dass etablierte „Chinese Walls“ im Einklang mit den einschlägigen Voraussetzungen des Rundschreibens betr. Marktverhalten der FINMA stehen, wäre es grundsätzlich möglich, dass der besonders befähigte Revisor diesbezüglich eine Bestätigung abgibt („*factual statement*“). Voraussetzung dafür und für eine weitergehende „*negative assurance*“ wäre allerdings, dass die vorgängige Entscheidung/Verfügung der UeK, die dem Aktienrückkauf zugrunde liegt, genau umschreibt, was der besonders befähigte Revisor im Einzelfall aufgrund von Rn 30 zu prüfen hat.

Ausserdem sehen wir es als problematisch an, dass die Revisionsstelle des Anbieters diese Bestätigung abgeben soll für den Fall, dass diese nicht die Revisionsstelle der beauftragten Bank bzw. des beauftragten Effektenhändlers ist. In einem solchen Fall wäre der Prüfungsaufwand unverhältnismässig, damit die Revisionsstelle genügend Prüfungsnachweise erlangen könnte, damit sie eine Aussage zum Prüfungsgegenstand machen kann und darf.

Im Sinne einer unseres Erachtens praktikablen Alternative schlagen wir daher vor, dass das Angebotsinserat allein Auskunft über die Aspekte der Rn 28, 29 und 30 gibt und eine entsprechende Bestätigung des Anbieters enthält. Damit wäre dem Markt direkt und besser gedient, und diese Vorgehensweise wäre unmittelbarer und auch effizienter für den Anbieter bzw. die von ihm beauftragte Bank/Effektenhändlerin. Eine entsprechende Bestätigung des Revisors würde dementsprechend entfallen.

3. Stellungnahme zu weiteren Rn:

Rn 3:

Der juristisch-technische Begriff „(widerlegbare Vermutung)“ sollte für Nicht-Juristen hinsichtlich seiner Rechtswirkungen erläutert werden.

Rn 5:

Das Wort „prozessualen“ ist wegzulassen, da dies mit „Gerichtsprozessen“ verwechselt werden könnte.

Rn 7:

Es sollte präzisiert werden, wann eine „erhebliche Änderung der Kontrollverhältnisse über die Gesellschaft“ vorliegt.

Rn 8:

Es sollte präzisiert werden, welche „Mindestschwellen“ hier genau gemeint sind (Streuung / „Free-Float“ / Kapitalisierung). Auch sollte definiert werden, wie vorzugehen ist, wenn die zuständige Börse von den relevanten „Mindestschwellen“ eine Ausnahme gewährt hatte.

Rn 33:

Unklar ist, ob sich diese Beschränkung ausschliesslich auf die „zweite Linie“ bezieht. Hier sollte ebenfalls präzisiert werden.

Rn 40 f.:

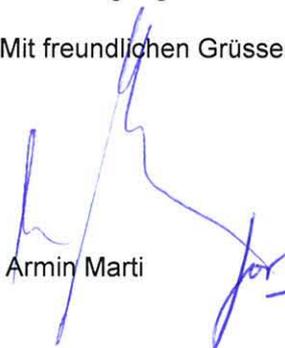
Es sollte hier ergänzt werden, dass das „Angebotsinserat“ zugleich das Kotierungsinserat für eine „spezielle Handelslinie“ darstellt, und dass dieses daher spätestens am entsprechenden ersten Handelstag zu veröffentlichen ist.

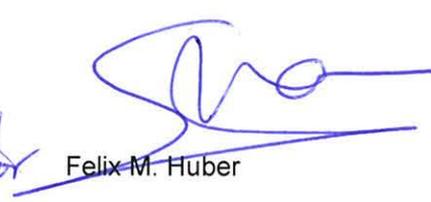
Abgesehen von den vorstehenden Bemerkungen bitten wir Sie, insgesamt den deutschen Text des Rundschreibens Nr. 1 sprachlich nochmals zu redigieren.

Es würde uns freuen, wenn Sie unsere Bemerkungen zur Stellungnahme im Rahmen der weiteren Revisionsarbeiten wohlwollend berücksichtigen. Uns liegt wesentlich an den Aspekten betr. Revisor und dessen allfälligen Prüfungshandlungen, so dass wir Ihnen dafür auch persönlich gerne zur Verfügung stehen.

Sollten Sie Fragen zu den Ausführungen in dieser Stellungnahme haben, stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen


Armin Marti


Felix M. Huber

Übernahmekommission
Selnastrasse 30
Postfach
CH-8021 Zürich

8. Juni 2009

**Anhörung zum Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 der Übernahmekommission:
Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen**

Sehr geehrte Damen und Herren

Am 28. April 2009 hat die Übernahmekommission den Entwurf für ein überarbeitetes Rundschreiben Nr. 1 betreffend die Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen zur Anhörung gegeben. Für die Gelegenheit hierzu Stellung nehmen zu können, danken wir Ihnen und unterbreiten Ihnen nachfolgend unsere Überlegungen.

Grundsatz. Die Absicht der Übernahmekommission, das Rundschreiben Nr. 1 den Bedürfnissen der Anbieter anzupassen sowie die geltende Praxis aufzunehmen ist grundsätzlich zu begrüßen. Entsprechend zeigt eine Gesamtbetrachtung des Entwurfes einerseits eine weitere Flexibilisierung in der Durchführung von Rückkaufprogrammen, die den Bedürfnissen der Anbietern nach einer aktiven Bewirtschaftung des Eigenkapitals Rechnung trägt, andererseits wird internationalen Tendenzen wie etwa der Möglichkeit des Aktienrückkaufs auch während sog. *black out*-Perioden, wie es bereits die EU-Marktmissbrauchsrichtlinie vorsieht, reflektiert.

Ad. Rz. 6 und 10. Eine der grundlegenden Neuerungen des Entwurfes betrifft die Umschreibung des Rückkaufprogrammes. Während bis anhin ein Anbieter Beteiligungspapiere grundsätzlich auch ausserhalb des Rückkaufprogrammes erwerben konnte, darf er nach Rz. 10 des Entwurfes während der Dauer des Rückkaufprogrammes nunmehr keine Beteiligungspapiere, die Gegenstand des Rückkaufprogrammes bilden, ausserhalb desselben kaufen.

Ein Rückkaufprogramm ist nach der Neukonzeption mithin umfassend und schliesst sämtliche Käufe eigener Titel während der Dauer eines Rückkaufprogrammes ein.

Gegenüber der bisherigen Regelung liegt darin eine Beschränkung der Flexibilität des Anbieters, weil er etwa zusätzlich zu einem freigestellten Rückkaufprogramm zum Kauf von eigenen Aktien auf einer zweiten Handelslinie zur anschliessenden Vernichtung, nicht zusätzlich noch Rückkäufe auf der ersten Handelslinie zur Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungsplänen oder zur Akquisitionsfinanzierung durchführen kann.

Der Entwurf erstellt indes die Flexibilität des Anbieters, indem er ausdrücklich zulässt, dass ein Rückkaufprogramm *mehreren Zwecken* dienen kann. Nach Rz. 6 des Entwurfes hat der Anbieter die Zwecke, denen ein Rückkaufprogramm dienen soll, *präzise und transparent* zu formulieren.

Freilich genügt die Umschreibung der Zwecke eines Rückkaufprogrammes nur dann den Bedürfnissen der Anbieter nach Flexibilisierung, wenn eine gewisse *Verallgemeinerung der Zweckumschreibung zulässig* ist. Andernfalls würde die Zweckumschreibung eine unerträgliche Beschränkung des Anbieters in seiner aktiven Bewirtschaftung des Eigenkapitals bedeuten. Weder der Entwurf noch die Kommentierung geben Hinweise auf die Anforderungen an eine Zweckumschreibung (abgesehen von den Adjektiven „präzise“ und „transparent“). Zu fordern ist, dass auch unter der Rz. 6 des Entwurfes eine gewisse *Verallgemeinerung der Zweckumschreibung zulässig* ist.

Ad. Rz. 27 ff. Rz. 27 ff. des Entwurfes sieht drei Alternativen vor, damit Rückkaufprogramme auch während sog. *black out*-Perioden weitergeführt werden können. Diese Alternativen sind zu begrüßen, weil sie für den Anbieter die Möglichkeit des Rückkaufs eigener Aktien flexibilisieren und weil dadurch eine praktisch wichtige Angleichung an die in der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie enthaltenen Alternativen geschaffen wird.

In Rz. 31 des Entwurfes wird verlangt, dass die Revisionsstelle des Anbieters nach Ablauf des Rückkaufprogrammes, jedenfalls aber einmal jährlich, bestätigt, dass die Voraussetzungen der Alternativmöglichkeiten vorliegen bzw. vorgelegen haben. Eine derartige Bestätigung scheint einzig für die dritte Alternative (Rz. 30 des Entwurfes) sinnvoll, für die erste (Rz. 28 des Entwurfes) und die zweite (Rz. 29 des Entwurfes) Alternative ist eine jährliche Bestätigung indes kaum von Nutzen, weil diese Alternativen entweder auf einem bei Ankündigung des Rückkaufprogrammes festgelegten Rückkaufplan oder aber gestützt auf einen Vertrag mit einer Bank oder einem Effektenhändler zur Ausgliederung des Rückkaufprogrammes basieren, der ohne weiteres von der Übernahmekommission geprüft werden kann. Feldprüfungen, ob die Vorgaben des Rückkaufplans beziehungsweise die Parameter der

Ausgliederung eines Rückkaufprogrammes durch die Bank oder den Effekthändler eingehalten sind, sind für die Revisionsstelle kaum durchführbar bzw. würde eine entsprechende Bestätigung der Revisionsstelle mit derart vielen Vorbehalten belastet sein, dass sie ohne Nutzen bliebe.

Entsprechend sollte Rz. 31 des Entwurfes auf die dritte Alternative (Rz. 30 des Entwurfes) beschränkt werden.

Ad. Rz. 42. Rz. 42 des Entwurfes verlangt, das Angebotsinserate auf Deutsch und Französisch abgefasst sein müssen. Diese Anforderung ist zwar eine Umsetzung von Art. 18 Abs. 1 UEV; sie entspricht aber nicht mehr dem Geiste der Zeit. Namentlich wenn berücksichtigt wird, dass unter dem neuen Regime des Kotierungsreglementes zur Vereinheitlichung und Vereinfachung sämtliche Dokumente, die dem Regulatory Board bzw. der SIX Exchange Regulation eingereicht werden, alternativ in deutsch, französisch, italienisch oder englisch verfasst werden können, leuchtet wenig ein, dass ein Angebotsinserat für ein Rückkaufprogramm nur in deutsch und französisch, nicht aber auch in englisch oder italienisch verfasst werden können soll.

Es ist zu fordern, dass Angebotsinserate alternativ auch in englisch verfasst werden können.

Wir danken Ihnen, dass wir die Gelegenheit hatten, zum Entwurf für ein überarbeitetes Rundschreiben Nr. 1 betreffend die Freistellung von Aktienrückkaufprogrammen Stellung zu nehmen, und hoffen auf eine wohlwollende Prüfung unserer Überlegungen.

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Stefan Sulzer