Schweizerische Eidgenossenschaft
Confédération suisse
Confederazione Svizzera
Confederaziun svizra

Eidgenössisches Finanzdepartement EFD

Generalsekretariat EFD
Rechtsdienst EFD
Regulierung

10. April 2013

Erläuterungsbericht zur Änderung der Börsenverordnung

Umsetzung der Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch)

1 Ausgangslage

Das Parlament hat am 28. September 2012 die vom Bundesrat mit Botschaft vom 31. August 2011[1] vorgeschlagene Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) ohne Änderungen verabschiedet. Mit der Gesetzesrevision werden auf aufsichtsrechtlicher und strafrechtlicher Ebene Bestimmungen geschaffen, welche marktmissbräuchliches Verhalten effizient bekämpfen und internationalen Regelungen Rechnung tragen. Dadurch werden die Integrität und die Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Finanzplatzes gestärkt.

Auf strafrechtlicher Ebene wird mit der Gesetzesrevision insbesondere der Tatbestand des Insiderhandels ausgedehnt und präzisiert. Er wird zusammen mit dem Straftatbestand der Kursmanipulation vom Strafgesetzbuch ins Börsengesetz überführt. In Erfüllung der GAFI-Empfehlungen werden zudem qualifizierte, als Verbrechen ausgestaltete Straftatbestände des Insiderhandels und der Kursmanipulation geschaffen.

Insiderhandel und Marktmanipulation werden im Übrigen neu aufsichtsrechtlich für sämtliche Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer verboten. Das Verbot der Marktmanipulation erfasst dabei – im Unterschied zum Straftatbestand der Kursmanipulation – neben Scheingeschäften auch sämtliche echten Transaktionen mit manipulatorischem Charakter. Zur Durchsetzung der genannten Verbote und der Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen kann die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) gewisse Aufsichtsinstrumente nicht nur gegenüber den Beaufsichtigten, sondern neu auch gegenüber den übrigen Marktteilnehmerinnen und -teilnehmern einsetzen. Ferner wird der Anwendungsbereich der Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen und über öffentliche Kaufangebote ausgedehnt auf Beteiligungen an Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz hauptkotiert sind. Besonders hervorzuheben ist schliesslich die Abschaffung der Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie im Bereich des Übernahmerechts.

Mit vorliegender Änderung der Börsenverordnung werden die Ausführungsbestimmungen zur Änderung des Börsengesetzes geschaffen.

2 Erläuterungen zu den einzelnen Bestimmungen

4a. Kapitel: Hauptkotierung

Art. 53b

Die Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen (Art. 20 f. BEHG[2]) und über öffentliche Kaufangebote (Art. 22 ff. BEHG) gelten zukünftig auch für Beteiligungen an Gesellschaften mit Sitz im Ausland (ausländische Gesellschaften), deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz hauptkotiert sind (vgl. Art. 20 Abs. 1 und Art. 22 Abs. 1 Bst. b BEHG). Mit Artikel 53*b* Absatz 1 wird in Bezug auf den Begriff der Hauptkotierung Rechtssicherheit geschaffen und sichergestellt, dass der Begriff im Bereich des Offenlegungsrechts und des Übernahmerechts einheitlich verwendet wird. Beteiligungspapiere ausländischer Gesellschaften sind demnach in der Schweiz hauptkotiert, wenn die Gesellschaft mindestens dieselben Pflichten für die Kotierung und die Aufrechterhaltung der Kotierung an einer Börse in der Schweiz zu erfüllen hat, wie Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz. Dies ist nach heutiger Rechtslage der Fall, wenn die ausländische Gesellschaft nach den Kotierungsvorschrif-

[1] BBl **2011** 6873
[2] SR **954.1**

ten der SIX Swiss Exchange primärktotiert ist. Werden einer ausländischen Gesellschaft von der Börse im Einzelfall gewisse Erleichterungen gewährt, die auch Schweizer Gesellschaften gewährt werden können, so ist die Voraussetzung ebenfalls erfüllt, dass eine ausländische Gesellschaft mindestens dieselben Pflichten für die Kotierung und die Aufrechterhaltung der Kotierung an einer Börse in der Schweiz zu erfüllen hat.

Anlegerinnen und Anleger können ohne weitere Angaben nicht zuverlässig beurteilen, ob Beteiligungen einer ausländischen Gesellschaft in der Schweiz hauptkotiert sind. Da ausländische Gesellschaften nicht im schweizerischen Handelsregister eingetragen sind, ist es zudem für sie schwierig, wenn nicht gar unmöglich, die für die Berechnung ihres Stimmrechtsanteils relevante aktuelle Gesamtzahl der ausgegebenen Beteiligungspapiere und die damit verbundenen Stimmrechte zu berechnen. Die praktische Umsetzbarkeit der Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen und öffentliche Kaufangebote in Bezug auf ausländische Gesellschaften ist damit nicht gewährleistet. Artikel 53*b* Absatz 2 auferlegt der Börse daher die Pflicht, zu veröffentlichen, welche Beteiligungspapiere von Gesellschaften mit Sitz im Ausland in der Schweiz hauptkotiert sind. Zudem müssen Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere in der Schweiz hauptkotiert sind, die aktuelle Gesamtzahl der ausgegebenen Beteiligungspapiere und die damit verbundenen Stimmrechte veröffentlichen (Art. 53*b* Abs. 3). In Übereinstimmung mit Artikel 20 BEHG zählen zur Gesamtzahl der ausgegebenen Beteiligungspapiere auch die von der Emittentin selbst gehaltenen Papiere. Es ist hierzu unerheblich, ob die Stimmrechte ausübbar sind oder nicht.

Die FINMA und die Börse werden nähere Angaben über die Art und Weise der verlangten Veröffentlichung gemäss Artikel 53*b* Absatz 3 machen (vgl. Art. 7 Abs. 1 Finanzmarktaufsichtsgesetz vom 22. Juni 2007[3] und Art. 5 Abs. 3 BEHG). Dabei ist sicherzustellen, dass die Informationen für die Anlegerinnen und Anleger möglichst einfach zugänglich sind.

5a. Kapitel: Ausnahmen vom Verbot des Insiderhandels und der Marktmanipulation

Art. 55a Gegenstand

Die neu im Börsengesetz verankerten aufsichtsrechtlichen Verbote des Insiderhandels (Art. 33*e* Abs. 1 BEHG) und der Marktmanipulation (Art. 33*f* Abs. 1 BEHG) wurden breit formuliert. Da sie auch Verhaltensweisen erfassen, die wirtschaftlich gerechtfertigt sind, wurde der Bundesrat ermächtigt, Vorschriften über die zulässige Verwendung von Insiderinformationen und über zulässige Verhaltensweisen im Zusammenhang mit Marktmanipulation zu erlassen (vgl. Art. 33*e* Abs. 2 und Art. 33*f* Abs. 2 BEHG). Es wird daher in der Börsenverordnung ein neues Kapitel 5a. «Ausnahmen vom Verbot des Insiderhandels und der Marktmanipulation» geschaffen, in welchem jene Verhaltensweisen definiert werden, die auch dann zulässig sind, wenn sie unter die aufsichtsrechtlichen Verbote des Insiderhandels und der Marktmanipulation fallen (vgl. Art. 53*a*). Die umschriebenen Ausnahmen sind abschliessend. Verhaltensweisen, die nicht unter die aufsichtsrechtlichen Verbote des Insiderhandels und der Marktmanipulation fallen, werden in der Börsenverordnung nicht erwähnt. Sie sind ohne Weiteres zulässig. Dazu gehören insbesondere:

- Effektengeschäfte, die in Kenntnis einer Insiderinformation getätigt werden, ohne dass diese Kenntnis einen Einfluss auf das Geschäft hat wie beispielsweise die Weiterführung einer vorbestehenden Anlagestrategie, die unabhängig von Insiderinformationen festgelegt worden ist oder die Ausübung von Vorkaufsrechten im Rahmen eines Aktionärbindungsvertrages zum vorgefassten Zweck, die Kontrollverhältnisse zu wahren;

[3] SR **956.1**

- Effektengeschäfte, die gestützt auf Informationen vorgenommen werden, die keine Insiderinformationen darstellen, beispielsweise Informationen aus dem Orderbuch der Börse;

- Kurspflege – verstanden als das Bereitstellen eines Marktes, indem eine Emittentin oder ein beauftragter Dritter für Liquidität im Handel eines Titels sorgt (um starken Preisausschlägen entgegenzuwirken)[4];

- Market Making mit dem Ziel, gleichzeitig kauf- und verkaufsseitig Liquidität in einer Effekte bereitzustellen und die Geld- und Briefspanne zu verringern;

- Das nahezu zeitgleiche Stellen von Kauf- und Verkaufsaufträgen an verschiedenen Handelsplätzen in denselben Finanzinstrumenten eines Emittenten zum Zwecke der Arbitrage.

Die FINMA wird in ihrem Rundschreiben 2008/38 «Marktverhaltensregeln» (FINMA-RS) – das zurzeit umfassend revidiert wird – aus Gründen der Rechtsicherheit auch weiterhin beispielhaft zulässige und unzulässige Verhaltensweisen im Rahmen des Effektenhandels umschreiben. Eine solch beispielhafte Aufzählung in der Börsenverordnung könnte nie abschliessend sein und würde damit die Gefahr von ungerechtfertigten Umkehrschlüssen mit sich bringen, wäre wenig flexibel und würde dem generell-abstrakten Charakter einer Verordnung zuwiderlaufen. Es ist zu beachten, dass die in der Verordnung definierten Ausnahmen absolut gelten. Es sind in diesem Sinne sog. *Safe Harbours*, die unter keinen Umständen als Insiderhandel oder Marktmanipulation gelten können. Im Gegensatz dazu waren die zulässigen Effektengschäfte und Verhaltensweisen im FINMA-RS bisher als sog. *Accepted Market Practices* ausgestaltet. Sie begründeten lediglich die Vermutung, dass ein Effektengeschäft oder eine Verhaltensweise eine rechtmässige Grundlage hat. Der Gegenbeweis war zulässig. Wird im Folgenden jeweils ein Vergleich zwischen der Regelung in der Börsenverordnung und der bisherigen Regelung vorgenommen, ist dieser grundsätzliche Wechsel in der Konzeption immer auch zu beachten.

Die Ausnahmen in der Börsenverordnung gelten aufgrund von Artikel 14 StGB[5] auch für die Straftatbestände des Insiderhandels (Art. 40 BEHG) und der Kursmanipulation (Art. 40*a* BEHG). In Bezug auf die Kursmanipulation ist die Anwendbarkeit von Artikel 14 StGB allerdings eher theoretischer Natur, da die in der Börsenverordnung definierten Ausnahmen echte Transaktionen betreffen, welche vom Straftatbestand der Kursmanipulation nicht erfasst werden. Diese Rechtslage wird in der Börsenverordnung bewusst nicht explizit erwähnt, da dies zu ungewollten Umkehrschlüssen im Zusammenhang mit der Anwendung von Artikel 14 StGB führen könnte.

Art. 55b Rückkauf eigener Beteiligungspapiere

Allgemeines

Der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere hat häufig eine (positive) Signalwirkung am Kapitalmarkt. Die Unternehmensleitung demonstriert Aktionärsfreundlichkeit und signalisiert mit dem Rückkauf eigener Aktien insbesondere, dass sie nicht betriebsnotwendige Mittel den Aktionärinnen und Aktionären zurückgeben will, ihre eigenen Aktien für unterbewertet hält, und dass sie mit deren Vernichtung zukünftige Gewinne verdichten will. Da der Rückkauf aus freien Mitteln zu erfolgen hat, signalisiert die Ankündigung eines Aktienrückkaufs zudem in der Regel eine gesunde Finanzkraft der Gesellschaft. Im Wissen um die positiven Auswir-

[4] Vgl. dazu auch die Ausführungen zu Artikel 55*e*.

kungen, die ein Aktienrückkauf auf den Aktienkurs haben kann, wird der Anleger die Beteiligungspapiere der rückkaufenden Gesellschaft in vielen Fällen höher bewerten. Der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere kann damit unter das Verbot der Marktmanipulation im Sinne von Artikel 33*f* Absatz 1 BEHG fallen. Zudem ist denkbar, dass der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere vom Verbot des Insiderhandels gemäss Artikel 33*e* Absatz 1 BEHG erfasst wird.

Diese Situation erweist sich als unbefriedigend, zumal der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere in der Regel wirtschaftlich gerechtfertigt ist. Zu denken ist dabei unter anderem an Aktienrückkäufe zum Abbau von Überschussliquidität, zur Optimierung der Kapitalstruktur sowie zur Erfüllung von Wandelverpflichtungen. Artikel 55*b* erklärt daher den Rückkauf eigener Beteiligungspapiere unter bestimmten Voraussetzungen, welche die Transparenz, die Gleichbehandlung der Anlegerinnen und Anleger und die Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes gewährleisten sollen (vgl. Art. 1 BEHG), auch dann für zulässig, wenn er unter die aufsichtsrechtlichen Verbote des Insiderhandels und der Marktmanipulation fällt. Der Rückkauf eigener Beteiligungen, der die genannten Verbote nicht verletzt, ist ohne Weiteres zulässig, auch wenn er nicht dem Safe Harbour entspricht.

Die Bestimmung entspricht materiell weitgehend der heutigen Regelung der FINMA, welche in ihrem Rundschreiben den Rückkauf eigener Effekten im Rahmen eines Rückkaufprogramms gemäss dem Rundschreiben Nr. 1 der Übernahmekommission «Rückkaufprogramme» (UEK-RS) als zulässig bezeichnet (vgl. Rz 21 und 33 FINMA-RS). Hauptvoraussetzung für die Anwendbarkeit der Ausnahme ist, dass der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere im Rahmen eines öffentlichen Rückkaufangebots, d.h. eines sog. Rückkaufprogramms erfolgt. Rückkäufe eigener Beteiligungen, die ausserhalb eines öffentlichen Rückkaufprogramms erfolgen – beispielsweise im Rahmen der Arbitrage – sind zulässig, solange sie nicht gegen die aufsichtsrechtlichen Verbote des Insiderhandels und der Marktmanipulation verstossen. Aufgrund ihrer Intransparenz rechtfertigt es sich aber nicht, sie auch dann zuzulassen, wenn sie gestützt auf Insiderinformationen vorgenommen werden oder marktmanipulatorisch sind. Die Ausnahme kommt zudem nur dann zum Tragen, wenn die sog. Black-out-Perioden gemäss Artikel 55c beachtet werden (vgl. Ausführungen zu Art. 55c). Keine generelle Ausnahme wird hingegen für Rückkäufe gemacht, die weder 2 Prozent des Kapitals noch der Stimmrechte des Anbieters überschreiten (vgl. UEK-RS RN 38). Bereits bei einem Rückkaufprogramm, das diesen Grenzwert nicht erreicht, sind Insiderhandel und Marktmanipulation möglich und marktschädigend. Eine solche Ausnahme würde zudem der Recht der EU widersprechen und könnte daher den Zugang schweizerischer Finanzdienstleistungserbringer zum europäischen Markt ernsthaft gefährden (vgl. Ziffer 3.3). Bereits nach bisherigem Recht war eine generelle Freistellung nur möglich, weil die FINMA im Einzelfall den Nachweis des Marktmissbrauchs erbringen konnte. Dies ist aber zukünftig nicht mehr möglich.

Artikel 55*b* regelt die Rückkäufe eigener Beteiligungspapiere im Rahmen von öffentlichen Kaufangeboten nicht in ihrer Gesamtheit, sondern ausschliesslich unter dem Aspekt des Marktmissbrauchs, d.h. des Insiderhandels und der Marktmanipulation. Die Bestimmungen des Übernahmerechts (Art. 22 ff. BEHG inkl. Ausführungsbestimmungen) bleiben daher vorbehalten. Das Rundschreiben Nr. 1 der Übernahmekommission «Rückkaufprogramme» (UEK-RS) wird in diesem Bereich auch zukünftig Anwendung finden. Es wird jedoch aufgrund der Änderung des Börsengesetzes und vorliegender Verordnungsänderung umfassend revidiert. Die zum heutigen Zeitpunkt im Rundschreiben enthaltenen Bestimmungen zum marktmissbräuchlichen Verhalten werden gestrichen und durch einen Verweis auf die Börsenverordnung ersetzt. Das Rundschreiben wird damit nur noch Bestimmungen zu anderen übernahmerechtlichen Aspekten enthalten. Die Regelung in der Börsenverordnung wird sich nicht mit jener der Übernahmekommission überschneiden.

Abs. 1

Die Bestimmung regelt die Voraussetzungen unter denen der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere im Rahmen eines öffentlichen Rückkaufangebots zum Marktpreis auch dann zulässig ist, wenn er unter die Artikel 33*e* und 33*f* BEHG fällt. Sie entspricht materiell weitgehend der heutigen Regelung der FINMA (vgl. Rz 21 und 33 FINMA-RS). So wird vorausgesetzt, dass das Rückkaufprogramm höchstens drei Jahre dauert (Bst. a), der Umfang der Rückkäufe gesamthaft 10 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte und 20 Prozent des frei handelbaren Anteils der Beteiligungspapiere nicht übersteigt (Bst. b), während Handelsunterbrüchen sowie der Eröffnungs- oder der Schlussauktion keine Kurse gestellt werden (Bst. e) und der wesentliche Inhalt des Rückkaufprogramms mittels Rückkaufinserat vor Beginn des Rückkaufprogramms veröffentlicht wird und während der gesamten Dauer des Rückkaufprogramms öffentlich zugänglich bleibt (Bst. g).

Gemäss Buchstabe c wird vorausgesetzt, dass der Umfang der Rückkäufe pro Tag 25 Prozent des Tagesvolumens nicht übersteigt, das während dreissig Tagen vor der Veröffentlichung des Rückkaufprogramms auf der ordentlichen Handelslinie durchschnittlich gehandelt wurde. Eine Volumenbeschränkung nur für Rückkäufe auf der ordentlichen Handelslinie – wie sie bis anhin vorgesehen war – ist nicht gerechtfertigt, da die begrenzende Funktion der Bestimmung durch ausserbörsliche Geschäfte umgangen werden könnte. Im Gegensatz zur geltenden Regelung wird zudem nicht mehr auf den aktuellen oder den vorangegangenen Börsentag abgestellt. Durch das Abstellen auf die dreissig Tage vor der Veröffentlichung des Rückkaufprogramms wird besser als gemäss bisherigem Recht oder etwa durch das Abstellen auf dreissig Tage vor dem jeweiligen Rückkauf gewährleistet, dass sich die Rückkäufe im Rahmen des normalen Handelsvolumens einer Effekte bewegen, d.h. möglichst nicht darauf Einfluss genommen werden kann. Sollte der Rückkauf durch die umfangmässigen Beschränkungen im Einzelfall erheblich erschwert werden, könnte die Übernahmekommission immer noch eine Ausnahme bewilligen (vgl. Abs. 3).

Die Anwendbarkeit der Ausnahme setzt weiter voraus, dass der Kaufpreis nicht höher ist als der letzte unabhängig erzielte Abschlusspreis auf der ordentlichen Handelslinie oder als der gegenwärtig beste unabhängige Angebotspreis auf der ordentlichen Handelslinie, sofern dieser unter dem letzten unabhängig erzielten Abschlusspreis auf der ordentlichen Handelslinie liegt (Bst. d). Mit dem Angebotspreis ist dabei der Nachfragekurs (Geldkurs) gemeint, d.h. der von einem anderen potentiellen Käufer für die Effekte gebotene Preis. Die bis anhin geltende Möglichkeit, auf einer separaten Handelslinie einen höheren Preis zu bezahlen, als der auf der ordentlichen Handelslinie zuletzt gebotene Preis, kann dazu missbraucht werden, den Kurs der eigenen Beteiligungspapiere zu manipulieren. In einem solchen Fall konnte die FINMA bis anhin den Nachweis des Marktmissbrauchs erbringen. Ein solcher Nachweis ist jedoch aufgrund der neuen Ausgestaltung der Regelung als Safe Harbour ausgeschlossen, weshalb die genannte Preisregelung im Sinne des vorgeschlagenen Buchstaben d angepasst werden muss. Die Möglichkeit zur Bezahlung eines höheren Preises auf der zweiten Handelslinie entspricht zudem klar nicht dem Recht der EU. Würde sie trotz ihres offensichtlichen Missbrauchspotenzials in der Börsenverordnung beibehalten, könnte dies den Zugang schweizerischer Finanzdienstleistungserbringer zum europäischen Markt ernsthaft gefährden (vgl. Ziffer 3.3).

Mit der Regelung gemäss Buchstabe d wird jedoch der Handel über die zweite Handelslinie nicht per se unzulässig, sondern nur dann, wenn er tatsächlich in marktmissbräuchlicher Art und Weise erfolgt. Da für die Emittentin der Rückkauf über die zweite Handelslinie aus steuertechnischen Gründen attraktiv ist, wird in Absatz 4 eine Vermutung aufgestellt, durch welche die Rechtssicherheit in Bezug auf den Rückkauf über die zweite Handelslinie erhöht werden soll (vgl. Ausführungen zu Absatz 4).

Der Verkauf eigener Beteiligungen während eines Rückkaufprogramms kann legitimen Geschäftsinteressen entsprechen. Beispielsweise wenn die Verkäufe der Erfüllung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen dienen oder der Verkauf aus steuertechnischen Gründen geboten ist. Dennoch birgt er – sofern er nicht zur Erfüllung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen erfolgt – potentiell die Gefahr widersprüchlichen Verhaltens und ist geeignet den Markt zu täuschen. Die Ausnahme greift daher nur unter der Voraussetzung, dass Verkäufe eigener Beteiligungspapiere während des Rückkaufprogramms, am Börsentag nach deren Vornahme der Börse gemeldet und spätestens am fünften Börsentag nach deren Vornahme von der Emittentin veröffentlicht werden. Sie dürfen zudem pro Tag den Umfang von 5 Prozent des Tagesvolumens, das während dreissig Tagen vor der Veröffentlichung des Rückkaufprogramms auf der ordentlichen Handelslinie durchschnittlich gehandelt wurde, nicht übersteigen. Verkäufe im Sinne von Zuteilungen oder Lieferungen von Beteiligungspapieren zur direkten oder indirekten Erfüllung von Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen während des Rückkaufprogrammes sind ohne Auflagen oder Einschränkungen zulässig, da sie nicht aufgrund von Marktgegebenheiten erfolgen und unter Umständen von der Emittentin nicht beeinflusst werden können. In vielen Fällen kann aufgrund einer Sperrung zudem nicht sofort gehandelt werden (Bst. g).

Schliesslich müssen die einzelnen Rückkäufe der Börse als Teil des Rückkaufprogramms spätestens am fünften Börsentag nach dem Rückkauf gemeldet und von der Emittentin veröffentlicht werden (Bst. h). Die Bestimmung dient der Transparenz.

Die FINMA und/oder die Übernahmekommission werden die umschriebenen Voraussetzungen – insbesondere den Umfang der Meldepflicht und die Art und Weise der verlangten Veröffentlichungen – weiter konkretisieren.

Abs. 2

Die Bestimmung regelt die Voraussetzungen, unter denen der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere im Rahmen eines öffentlichen Rückkaufangebots zum Festpreis oder durch die Ausgabe von Put-Optionen auch dann zulässig ist, wenn er unter die Artikel 33*e* und 33*f* BEHG fällt. Sie entspricht materiell ebenfalls weitgehend der heutigen Regelung. Es wird vorausgesetzt, dass das Rückkaufprogramm mindestens zehn Börsentage dauert (Bst. a), der Umfang der Rückkäufe gesamthaft 10 Prozent des Kapitals und der Stimmrechte und 20 Prozent des frei handelbaren Anteils der Beteiligungspapiere nicht übersteigt (Bst. b) und der wesentliche Inhalt des Rückkaufprogramms mittels Rückkaufinserat vor Beginn des Rückkaufprogramms veröffentlicht wird und während der gesamten Dauer des Rückkaufprogramms öffentlich zugänglich bleibt (Bst. c). Schliesslich müssen die einzelnen Rückkäufe spätestens einen Börsentag nach Ende des Rückkaufprogramms von der Emittentin veröffentlicht werden (Bst. d).

Abs. 3

Gemäss Artikel 55*b* Absatz 2 kann die Übernahmekommission im Einzelfall Rückkäufe in einem grösseren Umfang als nach Absatz 1 Buchstaben b und c und Absatz 2 Buchstabe b vorgesehen bewilligen, wenn dies mit den Interessen der Anlegerinnen und Anlegern vereinbar ist. Ausnahmen sind somit nur dann möglich, wenn die Marktintegrität gewährleistet wird. Zu denken ist dabei insbesondere an die bisherige Praxis der Übernahmekommission, ein höheres als das vorgeschriebene Rückkaufsvolumen zuzulassen, wenn sichergestellt ist, dass der Rückkauf weder zu einer massgeblichen Veränderung der Kontrollverhältnisse noch zu einer übermässigen Reduktion des frei handelbaren Anteils führt. Eine Ausnahme könnte ferner in dem Fall gerechtfertigt sei, in dem eine ausserordentlich geringe Marktaktivi-

tät in den zur Berechnung des durchschnittlich gehandelten Tagesvolumens relevanten 30 Tagen vor der Veröffentlichung des Rückkaufprogramms eine Ausdehnung dieser Zeitspanne nahelegt.

Abs. 4

Ist der auf einer separaten Handelslinie bezahlte Kaufpreis maximal zwei Prozent höher als der letzte erzielte Abschlusspreis auf der ordentlichen Handelslinie oder als der gegenwärtig beste Angebotspreis auf der ordentlichen Handelslinie, sofern dieser unter dem letzten erzielten Abschlusspreis auf der ordentlichen Handelslinie liegt, wird vermutet, dass die Artikel 33*e* Absatz 1 Buchstabe a und Artikel 33*f* Absatz 1 BEHG nicht verletzt sind. Wie zu Absatz 1 ausgeführt wurde, soll mit dieser Vermutung die Rechtssicherheit in Bezug auf Rückkäufe über die zweite Handelslinie erhöht werden. Der zuständigen Behörde steht der Gegenbeweis offen. Da es sich bei der Regelung nicht um einen Safe Harbour handelt, kommt sie nicht als Rechtfertigungsgrund im Sinne von Artikel 14 StGB in Frage. Mit der Festlegung der Grenze bei zwei Prozent wird dem aktuellen Zinsumfeld Rechnung getragen. Sollte sich dieses markant ändern, müsste der Grenzwert angepasst werden.

Art. 55c Black-out-Perioden

Die Ausnahmen gemäss Artikel 55*b* Absätze 1 und 2 finden keine Anwendung beim Rückkauf eigener Beteiligungspapiere, wenn der Rückkauf während den in Artikel 55*c* Absatz 1 genannten Zeitspannen angekündigt oder vorgenommen wird. Während diesen sog. Black-out-Perioden verfügt die Emittentin typischerweise über wichtige Insiderinformationen. Könnten diese uneingeschränkt verwendet werden, würde dies unter dem Gesichtspunkt des Insiderhandels die Transparenz des Börsenhandels, die Gleichbehandlung der Anlegerinnen und Anleger und die Funktionsfähigkeit des Börsenhandels beeinträchtigen. Da der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere während den Black-out-Perioden zudem in hohem Masse geeignet ist, den Markt zu täuschen, sind die genannten Rechtsgüter auch unter dem Gesichtspunkt der Marktmanipulation tangiert. Als Abschlüsse im Sinne von Buchstabe c gelten dabei auch nicht revidierte Halbjahres- und Vierteljahresabschlüsse.

In den Fällen gemäss Artikel 55*c* Absatz 2 haben die bei der Emittentin allenfalls vorhandenen Insiderinformationen keinen Einfluss auf den Rückkauf der eigenen Beteiligungen. Der Rückkauf ist daher in diesen Fällen ausdrücklich auch während den Black-out-Perioden zulässig. Der Vorbehalt gemäss Buchstabe b gilt nur für Emittentinnen, die gleichzeitig Effektenhändlerinnen sind, da die FINMA die Informationsbarrieren anderer Emittentinnen nicht prüfen kann. Unter dem Begriff «Monat» im Sinne von Absatz 3 ist der Kalendermonat zu verstehen.

Die Bestimmung entspricht inhaltlich weitgehend dem geltenden FINMA-RS (vgl. Rz 21 und 33) und dem Rundschreiben Nr. 1 der Übernahmekommission (vgl. UEK-RS, RN 13 ff., 24 und 25).

Art. 55d Inhalt des Rückkaufinserats

Aus Gründen der Transparenz ist der wesentliche Inhalt des Rückkaufprogramms mittels Rückkaufinserat vor Beginn und während der gesamten Dauer des Rückkaufprogramms zu veröffentlichen (vgl. Art. 55*b* Abs. 1 Bst. g und Abs. 2 Bst. c). Artikel 55*d* präzisiert den wesentlichen Inhalt des Rückkaufprogramms. Anzugeben sind Informationen zur Emittentin (Bst. a), zur Art, zum Zweck und zum Gegenstand des Rückkaufprogramms (Bst. b) sowie

zum Zeitplan (c). Zum Gegenstand gehört auch der Angebots-/Ausübungspreis allfälliger Put-Optionen je Kategorie der Beteiligungspapiere sowie die Anzahl der notwendigen Put-Optionen für den Verkauf eines Beteiligungspapiers.

Die Regelung entspricht inhaltlich dem geltenden FINMA-RS (vgl. Rz 21 und 33) und dem UEK-RS (vgl. RN 13 ff., 24 und 25).

Art. 55e Preisstabilisierung nach öffentlicher Effektenplatzierung

Effektengeschäfte, die bezwecken, den Kurs einer Effekte zu stabilisieren, bewirken regelmässig eine Täuschung des Marktes, womit sie grundsätzlich vom Verbot der Marktmanipulation (Art. 33*f* Abs. 1 BEHG) erfasst werden. Erfolgen sie zudem gestützt auf Insiderinformationen, können sie auch unter das Insiderverbot (Art. 33*e* Abs. 1 BEHG) fallen.

Die Kursstabilisierung nach einer öffentlichen Effektenplatzierung (sog. Preisstabilisierung) ist jedoch wirtschaftlich gerechtfertigt. Sie bewirkt hauptsächlich die vorübergehende Kursstützung unter Verkaufsdruck geratener neu ausgegebener Effekten, mindert so den allenfalls durch kurzfristige Anleger verursachten Verkaufsdruck bzw. die unerwünschte Volatilität und hält für die relevanten Effekten geordnete Marktverhältnisse aufrecht. Dies liegt sowohl im Interesse der Anleger, die die relevanten Effekten gezeichnet oder gekauft haben, als auch im Interesse der Emittenten. Auf diese Weise können Effektengeschäfte zum Zweck der Preisstabilisierung nach einer öffentlichen Platzierung das Vertrauen der Anleger und der Emittenten in die Finanzmärkte stärken. Artikel 55*e* erklärt daher Effektengeschäfte zum Zweck der Preisstabilisierung nach einer öffentlichen Effektenplatzierung unter bestimmten Voraussetzungen, welche die Transparenz, die Gleichbehandlung der Anlegerinnen und Anleger und die Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes gewährleisten sollen (vgl. Art. 1 BEHG), auch dann für zulässig, wenn sie unter die aufsichtsrechtlichen Verbote des Insiderhandels und der Marktmanipulation fallen.

Private Effektenplatzierungen beziehen sich in der Regel nicht auf Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung zum Handel zugelassen sind. Sie werden daher regelmässig von den Verboten des Insiderhandels und der Marktmanipulation gar nicht erfasst und sind zulässig. Für Einzelfälle, in denen sie trotzdem erfasst werden, wird keine Ausnahmeregelung vorgesehen. Dies wäre nicht sachgerecht, da Stabilisierungsmassnahmen nach Privatplatzierungen nur gewissen ausgewählten Investoren zu Guten kommen und sich somit im Unterschied zu öffentlichen Effektenplatzierungen nicht mit dem Vertrauen der Anleger in die Finanzmärkte und deren Funktionsfähigkeit rechtfertigen lassen.

Von der Ausnahme erfasst werden nur Effektengeschäfte, die innerhalb von 30 Tagen nach der öffentlichen Platzierung der zu stabilisierenden Effekte erfolgen (vgl. Art. 55*e* Bst. a). Es ist dabei unerheblich, ob es sich um eine erstmalige Platzierung handelt oder um eine Platzierung infolge einer Kapitalerhöhung. Die sog. Kurspflege, d.h. Effektengeschäfte zum Zweck der Kursstabilisierung, welche nicht nach einer öffentlichen Effektenplatzierung erfolgen, wird von der Ausnahme nicht erfasst. Damit wird eine Angleichung an bewährte internationale Standards und den Standard der EU im Besonderen vorgenommen. Dabei ist gegen Kurspflege – verstanden als das Bereitstellen eines Marktes, indem ein Emittent oder ein beauftragter Dritter für Liquidität im Handel eines Titels sorgt (um starken Preisausschlägen entgegenzuwirken) – nichts einzuwenden. Solches Vorgehen bezweckt keine Kursfixierung oder Stützung des Kurses gegen den Markttrend, sondern die Bereitstellung von handelbarem Volumen (im Rahmen einer bestimmten Geld-Brief-Spanne, die sich mit dem Preistrend des Marktes bewegt). Das Bereitstellen von Liquidität bzw. Market Making wird vom Verbot der Marktmanipulation (Art. 33*f* Abs. 1 BEHG) nicht erfasst. Es fehlt definitionsgemäss am Merkmal des falschen oder irreführenden Signals. Greift die Emittentin oder eine dritte Per-

son aber dergestalt in den Markt ein, dass sie den Kurs der Titel gegen den Markttrend nach oben oder unten bewegt oder auf einem künstlichen Niveau fixiert, so wird dies vom Verbot der Marktmanipulation erfasst. Die übrigen Voraussetzungen wurden in Anlehnung an die Regelung der EU formuliert.

Die FINMA wird in ihrem Rundschreiben die Abgrenzung des Market Makings insbesondere gegenüber der Marktmanipulation und falls notwendig die übrigen Voraussetzungen gemäss Artikel 55*e* weiter konkretisieren.

Art. 55f Übrige zulässige Effektengeschäfte

Bst. a

Der eigene Entschluss, Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, zu erwerben, zu veräussern oder daraus abgeleitete Finanzinstrumente einzusetzen, kann unter bestimmten Voraussetzungen in seltenen Fällen kursrelevant und daher formell vom Begriff der Insiderinformation im Sinne von Artikel 2 Buchstabe f BEHG erfasst sein. Die Umsetzung eines solchen Entschlusses würde diesfalls unter das Verbot des Insiderhandels fallen. Damit würden jedoch solche Effektengeschäfte verunmöglicht, was nicht Sinn und Zweck des Insiderverbots sein kann. Aus diesen Gründen erklärt Artikel 55*f* Buchstabe a die Umsetzung des eigenen Entschlusses, ein Effektengeschäft zu tätigen, auch dann als zulässig, wenn er vom Verbot des Insiderhandels erfasst wird. Vorausgesetzt wird, dass der Entschluss nicht aufgrund einer Insiderinformation gefasst wurde.

Als ein eigener Entschluss kommt auch der gemeinsame Entschluss mehrerer Personen in Frage. Die Ausnahme greift nur, wenn der Entschluss plankonform, d.h. ohne nachträgliche Beeinflussung durch eine Insiderinformation umgesetzt wird. Dies gilt auch für die Umsetzung eines Entschlusses durch Organe oder Dritte, insbesondere Effektenhändler. Sie setzen einen Entschluss einer anderen Person im Übrigen nur dann um, wenn sie auf Rechnung der Person handeln, die den Entschluss gefasst hat. Organe, die im Wissen um einen vertraulichen und kursrelevanten Entschluss der juristischen Person auf eigene Rechnung Effektengeschäfte tätigen, fallen nicht unter die Ausnahmebestimmung.

Einen der Hauptanwendungsfälle der Bestimmung ist der Erwerb von Effekten der Zielgesellschaft durch die potenzielle Anbieterin im Hinblick auf die Veröffentlichung eines öffentlichen Kaufangebots (vorausgegangener Erwerb). Er wird daher ausdrücklich erwähnt. Vorausgesetzt wird auch diesfalls, dass der Entschluss, ein öffentliches Kaufangebot zu veröffentlichen, nicht aufgrund einer Insiderinformation gefasst wurde. In Übereinstimmung mit Artikel 31 BEHG ist es unerheblich, ob es sich um einen direkten oder indirekten Erwerb handelt. Erfasst wird zudem auch der Rückkauf durch die wirtschaftlich Berechtigten der Zielgesellschaft oder durch Personen, die mit der potentiellen Anbieterin in gemeinsamer Absprache handeln. Unter den Begriff des öffentlichen Kaufangebots fallen auch öffentliche Tauschangebote (vgl. Art. 2 Bst. e BEHG).

Die Bestimmung kodifiziert in Übereinstimmung mit internationalen Regelungen in allgemeiner und abschliessender Weise den in der schweizerischen Lehre und Rechtsprechung im Zusammenhang mit dem Straftatbestand des Insiderhandels (Art. 40 BEHG) anerkannten – jedoch bisher nicht genau definierten – Grundsatz «Keiner kann sein eigener Insider sein». Mit der Kodifizierung wird unter anderem klargestellt, dass der erwähnte Grundsatz nicht – wie in der Lehre vereinzelt vertreten – bedeuten kann, dass Transaktionen mit eigenen Effekten unter dem Gesichtspunkt des Insiderhandels generell zulässig sind.

Bst. b

Bund, Kantone und Gemeinden sowie die Schweizerische Nationalbank (SNB) sind zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben darauf angewiesen, auch Insiderinformationen verwenden zu dürfen sowie Effektengeschäfte zu tätigen, die den Markt täuschen können. Artikel 55*f* Buchstabe b erklärt daher die Vornahme von Effektengeschäfte von Bund, Kantonen, Gemeinden und der SNB im Rahmen ihrer öffentlichen Aufgaben auch dann als zulässig, wenn sie gegen die aufsichtsrechtlichen Verbote des Insiderhandels und der Marktmanipulation verstossen, sofern sie nicht zu Anlagezwecken erfolgen.

Die Frage, ob ein Anlagezweck vorliegt, lässt sich grundsätzlich nach der Zuordnung der Beteiligungen zum Finanz- und Verwaltungsvermögen beantworten. Dabei ist zu beachten, dass beim Bund der Erwerb von Beteiligungsrechten an Erwerbsunternehmen zu Anlagezwecken generell verboten ist (vgl. Art. 62 Abs. 2 Finanzhaushaltgesetz vom 7. Oktober 2005[6]).

Artikel 55*f* statuiert bewusst keine Ausnahme für börsliche oder ausserbörsliche Effektengeschäfte zwischen Personen, die über dieselben Insiderinformationen verfügen. In diesen Fällen dürfte es zwar in der Regel ausgeschlossen sein, dass sich die Vertragsparteien gegenseitig übervorteilen. Solche Geschäfte tangieren jedoch die Gleichbehandlung der übrigen Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer und damit auch die Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes.

Art. 55g Zulässige Mitteilung von Insiderinformationen

Bst. a

Unzulässig handelt, wer eine Information, von der er weiss oder wissen muss, dass es eine Insiderinformation ist, einem anderen mitteilt (Art. 33*e* Abs. 1 Bst. b BEHG). Die Weitergabe von Insiderinformationen muss allerdings immer dann zulässig sein, wenn der Informationsempfänger zur Erfüllung seiner gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten auf die Kenntnis der Insiderinformation angewiesen ist. Gesetzliche Pflichten müssen in einem Gesetz im formellen oder materiellen Sinn enthalten sein. Als vertragliche Pflichten kommen nur solche in Frage, welche in Übereinstimmung mit den einschlägigen Rechtsnormen gültig zustande gekommen sind.

Zulässig ist insbesondere die Weitergabe von Insiderinformationen vom Auftraggeber an beauftragte Dritte. Zu denken ist dabei beispielsweise an die Mitteilung von Insiderinformationen an einen Rechtsanwalt oder sonstigen Berater etwa im Zusammenhang mit einer M&A-Transaktion (vgl. auch FINMA-RS, Rz 18). Zulässig ist namentlich auch die Weitergabe von Insiderinformationen durch den abgeordneten Verwaltungsrat einer Körperschaft des öffentlichen Rechts an die abordnende Körperschaft, damit diese ihr öffentliches Interesse wahrnehmen und entsprechende Weisungen erteilen kann. Ebenfalls zulässig ist die Weitergabe von Insiderinformationen zwecks Überprüfung der Einhaltung von regulativen (beispielsweise Wettbewerbs-, Preisbildungs- und Grundversorgungsverpflichtungen) und strategischen Vorgaben (beispielsweise die Einhaltung strategischer Ziele und Leistungsaufträge), die im öffentlichen Recht verankert sind.

6 SR **611.0**

Bst. b

Die Mitteilung einer Insiderinformation muss auch dann zulässig sein, wenn zwar noch kein Vertragsverhältnis besteht, die Mitteilung im Hinblick auf den Abschluss eines Vertrages aber unerlässlich ist. Zu denken ist dabei insbesondere an die Mitteilung von Informationen zwecks einer Marktsondierung, etwa im Rahmen einer Due Diligence im Hinblick auf eine M&A-Transaktion oder eine Kapitalmarkttransaktion. Um eine ausufernde Anwendung der Ausnahme zu vermeiden, wird zusätzlich vorausgesetzt, dass der Informationsinhaber den Informationsempfänger darauf hinweist, dass die Insiderinformation nicht (im Sinne von Artikel 33*e* BEHG) ausgenützt werden darf und der Informationsinhaber die Weitergabe der Insiderinformation und genannten Hinweis an den Informationsempfänger dokumentiert.

Art. 58 Übergangsbestimmung zur Änderung vom 10. April 2013

Für den Rückkauf eigener Beteiligungspapiere im Rahmen eines Rückkaufprogramms, das bei Inkrafttreten vorliegender Änderung am Laufen ist, kommt die Ausnahme gemäss Artikel 55*b* grundsätzlich ebenfalls zur Anwendung. Voraussetzungen, die nicht mehr erfüllt werden können, da sie in der Vergangenheit liegen, müssen jedoch nicht erfüllt werden. Diese Übergangslösung ist aus Sicht der Markttransparenz vertretbar, da jene Voraussetzungen, die nicht erfüllt werden müssen, von der Übernahmekommission gestützt auf das geltende UEK-RS geprüft wurden. In Bezug auf Artikel 55*b* Absatz 1 Buchstabe g und Absatz 2 Buchstabe c muss nur sichergestellt werden, dass das Rückkaufsinserat während der restlichen Dauer des Rückkaufprogramms veröffentlicht wird.

3 Rechtsvergleich mit der EU

3.1 Marktmissbrauchsrichtlinie

Die geltende Richtlinie 2003/6/EG des europäischen Parlaments und des Rats vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation[7] (nachfolgend: Marktmissbrauchsrichtlinie, MAD[8]) verpflichtet jeden Mitgliedstaat im Sinne einer Mindestanforderung, verwaltungsrechtliche Massnahmen gegen Insiderhandel und Marktmanipulation vorzusehen. Die in der Marktmissbrauchsrichtlinie definierten Verbote des Insiderhandels und der Marktmanipulation entsprechen dabei im Wesentlichen den mit der Änderung des Börsengesetzes eingeführten Artikeln 33*e* und 33*f* BEHG. Sie gelten dabei nicht absolut. Insbesondere werden der Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Kursstabilisierungsmassnahmen gemäss der Durchführungsverordnung Nr. 2273/2003 über Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmassnahmen im Sinne von sog. Safe harbour-Regeln von den genannten Verboten ausgenommen (vgl. Art. 8 MAD). Das Verbot der Marktmanipulation gilt zudem nicht für Geschäfte, welche im betroffenen Mitgliedstaat in Übereinstimmung mit der Durchführungsrichtlinie 2004/72 EG als zulässige Marktpraxis (sog. *Accepted Market Practice*) anerkannt sind (Art. 1 Ziff. 2 Bst. a).

[7] ABl. L 96 vom 12.4.2003, S. 16, geändert durch RL 2010/78/EU, ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 120.

[8] Market Abuse Directive.

3.2 Vorschlag Marktmissbrauchsverordnung

Die Europäische Kommission hat am 20. Oktober 2011 einen Vorschlag für eine Verordnung über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (E-MAR) verabschiedet.[9] Die in der E-MAR vorgeschlagenen Verbote des Insiderhandels und der Marktmanipulation entsprechen dabei inhaltlich weitgehend den Artikeln 33*e* und 33*f* BEHG. Sie gelten nicht für den Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen, wenn die Einzelheiten des Programms vor dem Beginn des Handels vollständig offengelegt werden, die Abschlüsse der zuständigen Behörde als Teil des Rückkaufprogramms gemeldet und anschliessend öffentlich bekanntgegeben werden und in Bezug auf Kurs und Volumen angemessene Grenzen eingehalten werden (Art. 3 Ziff. 1 E-MAR). Zudem geltend die Verbote nicht für den Handel mit eigenen Anteilen zur Stabilisierung des Kurses eines Finanzinstruments, wenn die Dauer der Stabilisierungsmassnahme begrenzt ist, einschlägige Informationen zur Stabilisierung offengelegt werden und in Bezug auf Kurs und Volumen angemessene Grenzen eingehalten werden (Art. 3 Ziff. 2 E-MAR). Die Voraussetzungen, unter denen Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmassnahmen zulässig sind, sind von der EU-Kommission noch zu präzisieren (Art. 3 Ziff. 3 E-MAR). Weiter gilt die Verordnung nicht für Massnahmen der Geld- oder Wechselkurspolitik, des Staatsschuldenmanagements und der Klimapolitik (Art. 4 E-MAR).

Der Vorschlag der Kommission wird zurzeit vom Europäischen Parlament und vom Europäischen Rat behandelt. Dabei wird unter anderem diskutiert, ob die bestehende Ausnahme der *Accepted Market Practice* weiterhin bestehen soll. Das Datum der Inkraftsetzung steht noch nicht fest.

3.3 Beurteilung der Vorlage im Vergleich zum europäischen Recht

Um den Markzutritt schweizerischer Finanzdienstleistungserbringer zur EU zu gewährleisten, muss u.a. gemäss der vorgeschlagenen Revision der «Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente» (MiFID) eine Äquivalenzanerkennung des Rechts- und Aufsichtsrahmens des Drittstaates vorliegen. Für diese Äquivalenzanerkennung sind auch die Marktmissbrauchsbestimmungen massgebend. Aus diesem Grund wurde bei der Ausarbeitung der Verordnung bewusst eine möglichst EU-konforme Regulierung angestrebt. Da der definitive Wortlaut der Marktmissbrauchsverordnung in der EU noch nicht verabschiedet und auch die ausführenden Bestimmungen noch nicht erarbeitet wurden, ist es möglich, dass die EU geringfügig vom schweizerischen Recht abweichen wird. Gemäss heutiger Einschätzung dürfte dies jedoch einer Äquivalenzanerkennung der schweizerischen Regulierung nicht im Wege stehen.

[9] Vgl. http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_de.htm