



## **Vernehmlassung**

### **Rückkaufprogramme zum Marktpreis über eine separate Handelslinie: Neues Auktionsmodell**

#### **1. Vernehmlassungsverfahren**

Die Übernahmekommission führt zeitgleich mit der Publikation des neuen „UEK-Rundschreiben Nr. 1: Rückkaufprogramme“ vom 26. Februar 2010 eine öffentliche Vernehmlassung zur geplanten Revision der separaten Handelslinie durch. Eine Arbeitsgruppe, an der sich die Übernahmekommission, die SIX Swiss Exchange und die FINMA beteiligten, hat zu diesem Zweck ein Auktionsmodell erarbeitet, welches für Rückkaufprogramme künftig die separate Handelslinie in ihrer heutigen Form ersetzen soll. Das neue Auktionsmodell soll einerseits die Chancengleichheit der Investoren verbessern und andererseits die Flexibilität des bisherigen Systems weiterhin gewährleisten.

Die Vernehmlassung richtet sich an alle interessierten Kreise und wird mit der Veröffentlichung dieses Schreibens auf der Internetseite der Übernahmekommission am Montag, 22. März 2010 eröffnet. Das Vernehmlassungsverfahren dauert knapp einen Monat bis zum **Freitag 16. April 2010**. Interessierte Personen und Organisationen sind eingeladen, ihre Stellungnahmen innert Frist dem Sekretariat der Übernahmekommission zuzustellen (E-Mail: [counsel@takeover.ch](mailto:counsel@takeover.ch); Fax 058 854 22 91).

Für Fragen stehen die Rechtskonsulenten Pascal Bovey und Patrick Waser zu Verfügung (Tel.: 058 854 22 90).

#### **2. Ausgangslage: Rückkaufprogramme auf einer separaten Handelslinie**

Aktienrückkaufprogramme zum Zweck der Kapitalherabsetzung erfolgen aus steuerlichen Gründen regelmässig über eine sog. separate Handelslinie. Bei der separaten Handelslinie («zweite Linie») handelt es sich gemäss Definition um ein parallel zu einem bestehenden Valor eröffnetes, weiteres Orderbuch mit einer separaten Valorenummer.<sup>1</sup> Die Handelsphasen entsprechen denjenigen auf der ersten Handelslinie, mit einer Eröffnungsauktion (Voreröffnung, Eröffnung), einer Phase von laufendem Handel und einer Schlussauktion mit kurzer Nachhandelsphase. Der Rückkauf ist auf den Börsenteilnehmer beschränkt, der im Auftrag des Emittenten handelt. Auf den separaten Handelslinien findet meist kein regelmässiger Handel statt und es kommt nur zu wenigen Abschlüssen.

Es ist allgemein bekannt, dass zwischen Investoren und Börsenteilnehmern und/oder Emittenten nicht selten Vorabgespräche getroffen werden, um einen geplanten Abschluss vorzubereiten (sog.

---

<sup>1</sup> Art. 15 der Richtlinie der SIX Swiss Exchange betr. Verfahren für Beteiligungsrechte (Richtlinie Verfahren Beteiligungsrechte, RLVB) vom 29. Oktober 2008. Die separate Handelslinie wird zudem durch die Weisung 20 und die Allgemeinen Geschäftsbedingungen der SIX Swiss Exchange geregelt.



vorabgesprochenes Geschäft oder „trading by appointment“). Falls zwischen der Eingabe des Kaufs- und des darauffolgenden Verkaufsauftrages mindestens 15 Sekunden gewartet werden, gelten solche Abschlüsse gemäss Ziff. 1.20 der Allgemeinen Geschäftsbedingungen der SIX Swiss Exchange als börslich ausgeführt und sind damit grundsätzlich zulässig (im Gegensatz zu den ausserbörslichen Abschlüssen, die auf der separaten Handelslinie unzulässig sind).

### 3. Gleichbehandlung

Ein Emittent, der seine eigenen Beteiligungspapiere zurückkauft, ist zur Gleichbehandlung verpflichtet (Art. 1 Abs. 1 BEHG, Art. 1 UEV und Art. 717 Abs. 2 OR). Wenn der Rückkauf zum Marktpreis erfolgt, stösst die Verwirklichung dieses Grundsatzes allerdings auf spezifische Schwierigkeiten.<sup>2</sup> Die Gleichbehandlung ist in solchen Fällen gewährleistet, wenn zwischen den Verkaufsinteressenten Chancengleichheit besteht. Das gegenwärtige System der separaten Handelslinie vermag dies jedoch nicht zu garantieren: Die vorabgesprochenen Geschäfte verhindern einen fairen und transparenten Handel und stellen die Gleichbehandlung der Investoren nicht sicher.

Die Arbeitsgruppe schlägt daher vor, die separate Handelslinie für Aktienrückkaufprogramme durch eine **offene Auktion mit Meistausführungsprinzip**<sup>3</sup> zu ersetzen. Dieses Auktionsmodell stellt die Chancengleichheit der Investoren sicher.

### 4. Das neue Auktionsmodell: offene Auktion mit Meistausführungsprinzip

Die (technischen) Einzelheiten des neuen Auktionsmodells können dem angehängten **Term Sheet** der SIX Swiss Exchange entnommen werden (vgl. unten). Dabei lassen sich folgende Grundsätze festhalten:

- **Häufigkeit der Auktionen:** Der Emittent ist frei, ob und wie häufig er Auktionen durchführen möchte. Pro Handelstag ist nur eine Auktion zulässig.
- **Ankündigung:** Jede Auktion ist nach Börsenschluss des vorigen Handelstages, bis spätestens 90 Minuten vor Handelsbeginn auf der ordentlichen Handelslinie am Tag des Rückkaufs anzukündigen. Das beabsichtigte Rückkaufsvolumen ist anzugeben.
- **Auktion:** Eine Auktion dauert von 16:00 Uhr bis 17:00 Uhr. Das vorangekündigte Volumen ist unabänderlich. Der Emittent bzw. die von ihm beauftragte Bank muss während der Auktion permanent einen Geldkurs stellen; er/sie kann den Geldkurs bis zum Ende der Auktion jederzeit anpassen. Die Ausführung der Aufträge erfolgt zum Schluss der Auktion nach dem Meistausführungsprinzip. Alle Verkäufer, mit denen es zu einem Abschluss kommt, erhalten denselben Preis. Bestens-Aufträge werden nach Zeit-Priorität ausgeführt.

---

<sup>2</sup> Vgl. hierzu zuletzt Schenker, Das Schweizerische Übernahmerecht, Bern 2009, S. 451 ff.

<sup>3</sup> Das Meistausführungsprinzip kommt heute schon für die Eröffnungs- und Schlussauktionen der Börse zur Anwendung.



- **Preisdifferenz zur ersten Handelslinie:** Wie bisher darf der im Anschluss an eine Auktion bezahlte Preis den auf der ordentlichen Linie angebotenen Preis höchstens um 5% übersteigen. Verstösse führen nicht zur Ungültigkeit der Auktion, werden aber untersucht.
- **Rücktritt:** Aus wichtigen Gründen kann der Emittent darauf verzichten, eine bereits angekündigte Auktion durchzuführen bzw. eine bereits laufende Auktion abbrechen. Der Rücktritt ist mit Begründung zu publizieren und der Übernahmekommission mitzuteilen.

Es ist beabsichtigt, die Grundzüge des neuen Auktionsmodells im neuen UEK-Rundschreiben Nr. 1 zu regeln, wofür voraussichtlich dessen Rn 32 und 51 anzupassen sein werden. Die weiteren Einzelheiten werden im Rahmen eines neuen Regelwerks der SIX Swiss Exchange zu regeln sein und die aktuellen Bestimmungen zur separaten Handelslinie ersetzen.

Zürich, 22. März 2010

Anhang: Term Sheet

## Rückkaufprogramme / Separate Handelslinien: Neues Auktionsmodell

Im Folgenden sind die Grundzüge des geplanten neuen Marktmodells kurz beschrieben.

### Ankündigung einer Auktion

Inhalt der Ankündigung	Die Ankündigung der Auktion hat das geplante Rückkaufvolumen anzugeben.
Zeitpunkt der Ankündigung	Die Ankündigung hat zwischen dem Handelsschluss des Vortages der Auktion und bis 90 Minuten vor Beginn des Handelstages der Auktion zu erfolgen. Keine Ankündigung ist notwendig, falls keine Auktion geplant ist.
Medium für Ankündigung	Die Ankündigung hat seitens der rückkaufenden Bank als Offizielle Mitteilung via SIX Swiss Exchange zu erfolgen. Die Offizielle Mitteilung wird auf der Internetseite der SIX Swiss Exchange publiziert und mit der Internetseite der UEK verlinkt. Zusätzlich falls kursrelevant, weitere Publikation gemäss Ad-hoc Regeln.

### Auktion

Ausführungsregeln	Meistausführungsprinzip (gemäss heutiger Schlussauktion) Auktionspreis kommt auch im Falle eines Überhangs von unlimitierten Aufträgen zustande (kein sogenanntes Non Opening)
Häufigkeit	1 Auktion pro Handelstag
Zeit/Dauer	16.00 - 17.00 MEZ
Geldkurse	Regulatorische Vorschrift, dass nur die für den Rückkauf verantwortliche Bank Geldkurse ins Auftragsbuch stellen darf (gleiche Regelung wie heute)
5% Regel	Der Rückkaufpreis darf analog heutiger Handhabung nicht mehr als 5% vom letztbezahlten Preis auf der ersten Handelslinie abweichen. Abweichungen des Rückkaufpreises von mehr als 5% gegenüber dem Referenzpreis der ersten Handelslinie werden der Übernahmekommission als Verstösse gemeldet. Die Marktsteuerung der Börse erklärt keine Abschlüsse für ungültig (Mistrades).
Preis	Während der Auktion ist die für den Rückkauf verantwortliche Bank verpflichtet, permanent einen Geldkurs zu stellen. Der Geldkurs kann während der Dauer der Auktion verändert werden. Es ist kein Aufpreis gegenüber der ersten Handelslinie vorgeschrieben.
Volumen	Die rückkaufende Bank ist ab Beginn der Auktion verpflichtet, das angekündigte Volumen auf der Geldseite ins Auftragsbuch einzugeben. Sie ist nicht berechtigt, das Volumen während der Auktion zu verändern. (Fixes Volumen)
Rücktrittsrecht	Ein Rücktritt von einer bereits angekündigten Auktion vor oder während derselben ist nur aus wichtigen Gründen möglich (z.B. höhere Gewalt, technische Probleme, Markturbulenzen). Eine Begründung für den Rücktritt ist via dieselben Kanäle wie die Ankündigung zu publizieren und der UEK und der SIX Swiss Exchange mitzuteilen. Missbräuche können sanktioniert werden.