

Übernahmekommission  
Sekretariat  
Selnaustrasse 30  
Postfach  
CH-8021 Zürich  
per Email an [counsel@takeover.ch](mailto:counsel@takeover.ch)

9. April 2010

## **Stellungnahme zur Vernehmlassung betreffend Rückkaufprogramme über eine separate Handelslinie: Neues Auktionsmodell**

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir bedanken uns für die Möglichkeit zur Stellungnahme zum Neuen Auktionsmodell für Rückkaufprogramme zum Marktpreis. Diese Stellungnahme wurde intern mit anderen involvierten Stellen abgestimmt.

### **1. Hintergrund**

Aufgrund der in der Schweiz bestehenden steuerlichen Situation, kann eine Gesellschaft Aktien zwecks Herabsetzung nicht über die ordentliche Linie zurückkaufen, ohne erheblich nachteilige Steuerkonsequenzen auszulösen. Der Rückkauf eigener Aktien via separate Handelslinie ist daher ein effizientes Vorgehen, überschüssige Eigenmittel steuereffizient an die Aktionäre zurückzuführen.

Die steuerlichen Rahmenbedingungen führen jedoch auch dazu, dass der Verkauf von Aktien auf der separaten Linie für den Grossteil der Aktionäre ökonomisch unattraktiv ist. Ein Verkauf auf der separaten Linie löst bei Aktionären, welche die Aktien im Privatvermögen halten, im Vergleich zum Verkauf auf der ordentlichen Linie bekanntermassen erhebliche Steuerkonsequenzen aus, welche de facto einen Verkauf unmöglich machen. Selbst für diejenigen Aktionäre, welche ihre Aktien als Teil des Geschäftsvermögens halten und für die dadurch grundsätzlich die gleichen Steuerkonsequenzen wie bei einem Verkauf auf der normalen Handelslinie eintreten, ist der Verkauf über die separate Handelslinie in der Regel unattraktiv, da mit der Rückforderung der einbehaltenen Verrechnungssteuer ein erheblicher administrativer Aufwand wie auch Finanzierungskosten bis zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer anfallen.

Dies hat zur Konsequenz, dass in all den Fällen, in denen ein liquider Markt besteht, nur diejenigen Investoren als Verkäufer auf der separaten Linie auftreten, welche

- die Erfahrung und internen Prozesse haben, die Verrechnungssteuer effizient zurückzufordern;
- tiefere Finanzierungskosten haben als andere;

- dies auf professioneller Basis betreiben können.

Dementsprechend sind die Verkäufer auf einer liquiden separaten Handelslinie fast ausschliesslich professionelle, schweizerische Marktteilnehmer, welche Arbitrage betreiben. Dies zeigt sich auch darin, dass die Preisbildung auf der separaten Handelslinie nur eine geringe Prämie zur normalen Handelslinie aufweist, welche die Finanzierungskosten plus einen Aufwandzuschlag reflektiert. Obwohl der Begriff der Arbitrage oft negativ belegt ist, zeigt sich insbesondere hier der positive Effekt der Arbitrage, welcher schlussendlich im Interesse eines funktionierenden Marktes liegt. Die Preisdifferenz zwischen der normalen und der separaten Handelslinie wird durch den Markt auf das wirtschaftlich absolute Minimum beschränkt, welches notwendig ist, um die höheren Kosten des Verkaufes über die separate Handelslinie abzudecken.

Dieser minimalnotwendige Aufschlag erlaubt es der Gesellschaft, die durch den Rückkauf angestrebte Gewinnverdichtung mittels Rückführung von Eigenmitteln an die Aktionäre möglichst kostengünstig zu erzielen, was schlussendlich im Interesse sämtlicher Aktionäre liegt. Diejenigen Aktionäre, die aus obengenannten Steuer- und Kostengründen nicht auf der separaten Handelslinie andienen (können), sind dadurch auch nicht schlechter gestellt, können sie doch jederzeit auf der liquiden, normalen Handelslinie ihre Titel zu vergleichbaren Bedingungen verkaufen.

## 2. Auswirkung des Revisionsvorschlages

### a) *Liquide Titel*

Sollte die heute bestehende separate Handelslinie durch ein wie auch immer geartetes Auktionssystem ersetzt werden, wird dies das Ende jeglicher Arbitrage Tätigkeit bedeuten. **Dies hätte zur Konsequenz, dass in liquiden Titeln die heutige Art und Weise der Durchführung von Rückkäufen zu einer geringen Prämie im Vergleich zur normalen Handelslinie nicht mehr möglich wäre.** Dies deshalb, weil eine risikofreie Arbitrage im Rahmen eines Auktionsverfahrens nicht möglich ist. Die Arbitrage ist darauf angewiesen, dass die auf der normalen Handelslinie erworbenen Titel quasi sofort auf der separaten Linie zum gleichen Preis wiederverkauft werden können, ohne dass durch eine zeitliche Verzögerung ein Kursrisiko aufgrund der Marktentwicklung entsteht. Eine solche zeitliche Verzögerung wäre aber das zwingende Resultat einer jeden Auktion und damit das Ende der entsprechenden Arbitrage und damit das Ende der heutigen Art und Weise der Durchführung von Rückkäufen.

Als Konsequenz müssten die Spreads zur normalen Handelslinie erheblich erhöht werden, damit es für allenfalls andienende Aktionäre attraktiv wird, die entsprechenden Kosten auf sich zu nehmen. Wir gehen aber heute davon aus, dass Gesellschaften nicht bereit wären, einen entsprechenden Aufschlag zu zahlen und auf Rückkäufe in dieser Form allenfalls verzichten würden. Dies kann nicht das Ziel der angedachten Revision sein.

### b) *Illiquide Titel*

Im Bereich für illiquide Titel stellt sich die Situation anders dar: hier sind Arbitrageure ohnehin nicht tätig, womit Rückkäufe von anderen Faktoren abhängig sind. So kann es zum Beispiel sein, dass via den Rückkauf Aktionären der geregelte Ausstieg aus der Aktie erleichtert werden soll, da ein solcher aufgrund der Illiquidität des entsprechenden Aktientitels beispielsweise bei grösseren Aktienpaketen nicht möglich ist.

In einer solchen Situation ist die Einführung eines Auktionsmodells prüfenswert.

### 3. Vorschlag

Aufgrund des oben Ausgeführten, schlagen wir vor, unter Anwendung des von der Übernahmekommission festgelegten Liquiditätsbegriffes zwischen Rückkäufen für liquide und für illiquide Titel zu unterscheiden, wobei der neue Liquiditätsbegriff den Praxistest noch zu bestehen hat. Nur im letzteren Fall sollten die Rückkäufe zwingend unter Anwendung eines Auktionsverfahrens durchgeführt werden müssen – im Falle von liquiden Titeln muss alternativ die bewährte separate Handelslinie immer noch möglich sein.

### 4. Auktionsverfahren

Im Hinblick auf die vorgeschlagene, technische Umsetzung des Auktionsverfahrens seien folgende Bemerkungen erlaubt:

**Zeit/Dauer:** Die Dauer von 60 Minuten erscheint sehr lang. Schon bei den Eröffnungs- oder Schlussauktionen, welche je 10 Minuten dauern, zeigt sich, dass nur ca. die letzten zwei Minuten von Relevanz sind.

**Preis:** Es ist zwingend klar zu stellen, dass es der Anbieterin auch möglich sein muss, einen Preis einzugeben, welcher unterhalb des aktuellen Marktpreises im Zeitpunkt der Auktion liegt. Dies deshalb, weil sich keine Gesellschaft bei Bekanntgabe der Auktion festlegen will und kann, ein bestimmtes Volumen im Markt zu kaufen, ohne den zu zahlenden Preis zu kennen bzw. in der Festsetzung desselbigen frei zu sein. Andernfalls würde die Gesellschaft ein beträchtliches Marktrisiko eingehen, denn sie würde dem Markt morgens mitteilen müssen (faktisch basierend auf einem Beschluss des Vorabends aufgrund der Vorlaufzeit), dass sie sich verpflichtet, im Rahmen der Auktion für ein Mindestvolumen einen Geldkurs zu stellen, wobei es den übrigen Marktteilnehmern freisteht, durch Börsentransaktionen Einfluss auf den Marktpreis auf der normalen Handelslinie zu nehmen. Dies stellt vor allem bei illiquiden Titeln eine mögliche Gefahr dar. Dies kann und darf nicht sein.

**5% Regel:** Unklar ist, was mit dem Satz „Die Marktsteuerung der Börse erklärt keine Abschlüsse für ungültig“ gemeint ist. Die Möglichkeit der Annulierung von Mistrades sollte gegeben sein.

### 5. Abschliessende Bemerkung

Es gilt auch zu berücksichtigen, dass mit dem geplanten Auktionsverfahren ein weiterer wesentlicher Vorteil der separaten Handelslinie ebenfalls verloren gehen würde: die Flexibilität der Gesellschaft über die separate Handelslinie Verkaufsdruck aufzufangen, indem bei funktionierender Arbitrage kurzfristig auf grössere Verkaufsaufträge auf der normalen Handelslinie durch Käufe auf der separaten Handelslinie reagiert werden kann.

Grundsätzlich gilt es festzuhalten, dass die separate Handelslinie gewichtige Vorteile bietet, welche sich indirekt auf die Kursbildung der ordentlichen Handelslinie übertragen und somit dem Publikumsaktionär durch einen stabileren Aktienkurs indirekt die Vorteile der separaten Handelslinie bringen. Bei einem Wegfall der separaten Handelslinie entfällt für die Gesellschaften, die effizienteste und kostengünstigste Variante des Aktienrückkaufs, was schlussendlich nicht im Interesse der Aktionäre ist.

In Ihren Vernehmlassungsunterlagen führen Sie aus, dass es allgemein bekannt ist, „dass zwischen Investoren und Börsenteilnehmern und / oder Emittenten nicht selten Vorabgespräche getroffen werden, um einen geplanten Abschluss vorzubereiten“. Es entzieht sich unserer Kenntnis, auf welche Erfahrungen diese Aussage zurückzuführen ist. Sollten derartige Absprachen stattfinden, wäre die Chancengleichheit nicht grundsätzlich verletzt, insbesondere dann nicht, wenn die Emittentin auch nach

Zustandekommen eines vorbesprochenen Abschlusses im Verhältnis zum aktuellen Marktpreis auf der normalen Handelslinie zu gleichen oder besseren Konditionen weiterhin Preise auf der separaten Handelslinie stellt. Entsprechend könnte die Gefahr der Verletzung der Chancengleichheit durch eine entsprechende Auflage an die Emittentin, nach der Ausführung eines vorbesprochenen Abschlusses zu gleichen Konditionen noch für einige Minuten Preise zu stellen, gebannt werden.

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

Freundliche Grüsse

**UBS AG**



Dr. Sebastian Harsch  
Executive Director



Peter Probst  
Director

Josefstrasse 222, 8005 Zürich  
Briefadresse: Postfach, 8010 Zürich

**A-Post**  
Übernahmekommission  
Selnaustrasse 30  
Postfach  
8021 Zürich

Telefon +41 44 293 67 79  
Fax +41 44 293 67 31

Zürich, 14. April 2010

## **Vernehmlassung zur geplanten Revision der separaten Handelslinie: Neues Auktionsmodell**

Sehr geehrter Herr Präsident  
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf Ihre Einladung vom 22. März 2010 zur Vernehmlassung in rubrizierter Angelegenheit und überlassen Ihnen hiermit gerne unsere Stellungnahme zur vorgeschlagenen Regelung.

### I. Allgemeine Bemerkungen

Der Rückkauf eigener Aktien auf einer separaten Handelslinie stellt für börsennotierte Unternehmen ein bewährtes und flexibles Instrument dar. Es erlaubt den Gesellschaften, das angestrebte Volumen über einen längeren Zeitraum und unter Berücksichtigung der jeweiligen Marktverhältnisse zu erreichen, unter gleichzeitiger Optimierung des einzusetzenden Rückkaufbetrages und der Anzahl zurückzukaufender Aktien. Damit wird einerseits die nicht benötigte Liquidität bestmöglich an die Aktionäre ausgeschüttet und andererseits in der Regel eine Gewinnverdichtung pro Aktie erzielt, die letztlich allen verbleibenden Aktionären zugute kommt.

Unseres Wissens hat die bestehende Regelung auch nicht generell zu missbräuchlichen Verhaltensweisen geführt. Wir sind daher grundsätzlich der Auffassung, dass das Bedürfnis nach einer Revision der aktuellen Bestimmungen nicht ausgewiesen ist.

### II. Chancengleichheit und Gleichbehandlung der Aktionäre

Die faktische Ungleichbehandlung von natürlichen Personen und institutionellen Investoren beim Rückkauf eigener Aktien über eine separate Handelslinie stellt bekanntlich kein börsen- oder aktienrechtliches Problem dar, sondern liegt in der steuerlichen Behandlung begründet. Aufgrund der Pflicht des Verwaltungsrates, die Aktionäre gleich zu behandeln, müssen grundsätzlich alle Aktionäre die Möglichkeit haben, ihre Aktien über die separate Handelslinie zu

verkaufen. Diese Möglichkeit ist formell gegeben, aufgrund der steuerlichen Konsequenzen für natürliche Personen jedoch faktisch ausgeschlossen.<sup>1</sup> Dieser faktischen Ungleichbehandlung wird bereits mit der geltenden Regelung insofern begegnet, indem der auf der separaten Handelslinie bezahlte Preis höchstens 5% über dem angebotenen Preis auf der ordentlichen Handelslinie liegen darf.

Diese faktische Ungleichbehandlung wird mit dem vorgeschlagenen Auktionsmodell nicht beseitigt. Insbesondere kann auch nicht dem Argument gefolgt werden, sog. vorabgesprochene Geschäfte würden einen fairen und transparenten Handel verhindern und die Gleichbehandlung der Investoren nicht sicherstellen, wären doch Absprachen zwischen der mit dem Rückkauf beauftragten Bank und Investoren mit einer Arbitrageabsicht als unzulässig zu betrachten.

Es kann somit unserer Meinung nach davon ausgegangen werden, dass die steuerbefreiten Investoren bezüglich ihres Verkaufsentscheides auch unter der geltenden Regelung Chancengleichheit geniessen. Dies gilt insbesondere auch unter dem Aspekt, dass auf der separaten Handelslinie vorwiegend professionelle Arbitrageure auftreten und die Prämie zur ordentlichen Handelslinie in der Regel sehr gering ist.

### III. Zum Auktionsmodell im Besonderen

Gemäss neuer Regelung soll das beabsichtigte Rückkaufvolumen 90 Minuten vor Handelsbeginn bekannt gegeben und die - einmalige - Auktion zwischen 16:00 und 17:00 durchgeführt werden.

Diese Regelung beraubt den Gesellschaften die Flexibilität, auf Markt- und Preisveränderungen während des Börsentages zu reagieren. Die Vorteile der heutigen Regelung, vor allem die den Marktverhältnissen angepasste Optimierungsmöglichkeit von Rückkaufvolumen und Anzahl zurückzukaufender Aktien, gehen verloren. Andererseits entstehen unseres Erachtens aus dem vorgeschlagenen Auktionsmodell für die Investoren gegenüber der geltenden Regelung keine Vorteile. Es besteht vielmehr die Gefahr, dass mit einem 30 Minuten vor Schluss des Börsentages stattfindenden Auktionsverfahren - bei dem überdies erfahrungsgemäss nur die letzten paar Minuten relevant sind - marktverzerrende Preise zustande kommen, womit erst Recht eine starke Ungleichbehandlung der Investoren eintreten kann. Im Vergleich zu heute ist nämlich anzunehmen, dass die Preise auf der ordentlichen Handelslinie - und damit in Konsequenz auch diejenigen auf der separaten Handelslinie - auf den Zeitpunkt der Auktion hin, steigen werden. Schliesslich sind die Argumente zum Meistausführungsprinzip unter Berücksichtigung, dass nur die mit dem Rückkauf beauftragte Bank Geldkurse stellen kann, nicht nachvollziehbar.

Das Auktionsmodell dürfte daher aufgrund der zunehmenden Unsicherheit bei verkaufswilligen Investoren - bis zur Auktion bleibt unklar, wie viele Aktien zu welchem Preis angedient werden können - dazu führen, dass gegenüber der heutigen Situation durch das Ausbleiben von Arbitragemöglichkeiten höhere Prämien erwartet bzw. verlangt werden. Dies würde sich

---

<sup>1</sup> Siehe dazu Urs Schenker, Schweizerisches Übernahmerecht, Bern 2009, S. 451 ff.

letztlich zulasten der Gesellschaft bzw. der verbleibenden Aktionäre auswirken und somit eine finanzielle Schlechterstellung gegenüber der geltenden Situation bedeuten.

Ferner bleibt unklar, was die wichtigen Gründe für einen Verzicht auf die Durchführung einer angekündigten Auktion bzw. einen Abbruch einer laufenden Auktion im Detail sein können. Auch bleibt offen, was in dem Falle geschieht, dass das angekündigte Rückkaufvolumen nicht erreicht wird.

#### IV. Fazit

Wir sind der Auffassung, dass das vorgeschlagene Auktionsmodell die heutigen Vorteile und insbesondere die Flexibilität eines Rückkaufprogramms über eine separate Handelslinie stark einschränkt, ohne dass die Investoren daraus einen Nutzen ziehen können.

Die gegenüber der geltenden Regelung formalistischen, starren und aufwändigen Bestimmungen des Auktionsverfahrens dürften unseres Erachtens dazu führen, dass für die meisten Gesellschaften ein Rückkauf eigener Aktien über eine separate Handelslinie nicht mehr in Frage kommen kann.

Die Nachteile des vorgeschlagenen Auktionsmodells wiegen umso schwerer, als den Investoren daraus keine Vorteile erwachsen. Insbesondere sind die Argumente bezüglich Chancengleichheit und Gleichbehandlung unseres Erachtens nicht stichhaltig.

\* \* \*

Wir danken Ihnen für die Möglichkeit zur Stellungnahme und hoffen auf Ihr wohlwollendes Verständnis für unsere Anliegen.

Freundliche Grüsse

Zürcher Kantonalbank

Dr. Marc Demarmels



Dr. Andreas Neumann

Übernahmekommission  
Selnastrasse 30  
Postfach  
CH-8021 Zürich

Zürich, 14. April 2010

### **Vernehmlassung für neues Auktionsmodell bei Rückkaufprogrammen**

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir haben von Ihren Vorschlägen zur Schaffung eines neuen Auktionsmodells für Rückkaufprogramme Kenntnis genommen und bedanken uns für die Möglichkeit, Ihnen unsere Ansichten dazu unterbreiten zu können. Nach sorgfältiger Prüfung senden wir Ihnen nachfolgend unsere Stellungnahme:

Grundsätzlich scheint der Vorschlag zur Einsetzung eines neuen Auktionsmodells offenbar auf der irrtümlichen Annahme zu beruhen, dass Geschäfte auf den zweiten Handelslinien mehrheitlich zwischen Emittenten und institutionellen Investoren abgeschlossen werden. Obwohl dies die ursprüngliche Absicht bei der Schaffung des Instrumentariums war, hat sich die Praxis in eine völlig andere Richtung entwickelt. So wird die angebotene Liquidität bei Rückkaufprogrammen nämlich fast ausschliesslich von einem überschaubaren Kreis von sogenannten Arbitrageuren zur Verfügung gestellt.

Die Banken, welche dieses klassische Arbitrage-Geschäft auf risikoloser Basis betreiben (Kauf auf der ersten und sofortiger Verkauf auf der zweiten Handelslinie) machen sich den Preisaufschlag der zweiten Handelslinien zunutze. Da diese Banken über etablierte Prozesse zur anschliessenden Rückforderung der Verrechnungssteuer („VSt“) verfügen, können sie die anfallenden Opportunitätskosten auf ein Minimum begrenzen. Ebenso können diese Marktteilnehmer die Transaktionen mit nur minimalen Transaktionskosten abwickeln.

Unsere Erfahrungen haben gezeigt, dass der Prozess zur Rückforderung der VSt, welchem bei der Abwicklung der Abschlüsse auf einer zweiten Handelslinie eine entscheidende Bedeutung zukommt, für institutionelle Investoren oft zu umständlich und zu aufwändig ist. Dies hat dazu geführt, dass sich institutionelle Investoren grösstenteils von den zweiten Handelslinien fernhalten. Eine Ausnahme bilden dabei die Aktien von weniger liquiden Gesellschaften, bei welchen die Liquidität auf der zweiten Linie unter Umständen grösser ist als auf der ersten Handelslinie. Ein Beispiel dafür sind die Rückkaufprogramme von diversen Beteiligungsgesellschaften, welche die Rückkäufe zur Bekämpfung der Discounts zum Net Asset Value („NAV“) durchführen.

Je rascher die VSt zurückerstattet wird, desto tiefer fallen die Opportunitätskosten für den Verkäufer aus. Dabei stellen wir fest, dass bei der Eidgenössischen Steuerverwaltung („ESTV“) offenbar unterschiedliche Modelle zur Rückerstattung existieren. Es gilt separat zu werten, ob die daraus entstehenden unterschiedlichen Rahmenbedingungen für Marktteilnehmer den Charakter einer Wettbewerbsverzerrung aufweisen.

Bei dem von der UEK vorgeschlagenen Auktionsmodell sehen wir das Arbitrage-Geschäft in Gefahr. Da das Auktionsverfahren einen zeitgleichen Kauf und Verkauf verunmöglicht, muss damit gerechnet werden, dass die bisher aus dem Kreise der als Arbitrageure auftretenden Banken angebotene Liquidität für die Emittenten nicht mehr zur Verfügung steht. Gleichzeitig werden sich für den Emittenten auch die Kosten des Rückkaufs erhöhen, da die Banken für das eingegangene intraday Risiko entschädigt werden wollen und dafür eine höhere Prämie als für die risikolose Arbitrage verlangen werden. Damit würde sich zumindest im Bereich der liquiden Aktien die Ausgangslage für die Emittenten schlagartig verschlechtern und die zeitlich flexible Durchführung der Rückkäufe massiv einschränken. Ein solches Auktionsmodell würde also nur dann Sinn machen, wenn auf der anbietenden Verkäuferseite mehrheitlich oder ausschliesslich institutionelle Anleger stünden.

Ebenso sehen wir eine generelle Gefahr, dass laufende Auktionen einen beträchtlichen Einfluss auf die Preisbildung der ersten Handelslinie haben können. Dabei kann es in der Folge zu ungewollten Preisverzerrungen kommen, welche nicht mit den Prinzipien eines fairen und transparenten Marktes vereinbar sind.

Wir bitten Sie, unsere Einwände sorgfältig zu prüfen und stehen Ihnen für weitere Ausführungen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen  
Bank Julius Bär & Co. AG



Valentin Vonder Mühl  
Managing Director



Michael Gruber  
Head Legal Markets

# 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 Fax:** 058 854 22 91  
Übernahmekommission  
Selnaustrasse 30  
Postfach  
CH-8021 Zürich

Zürich, 15. April 2010

## Revision des Rundschreibens Nr. 1 - Auktionsmodell

Sehr geehrter Herr Präsident, sehr geehrte Damen und Herren

Die Übernahmekommission hat interessierte Kreise eingeladen, zur geplanten Revision der separaten Handelslinie gemäss ihrem Rundschreiben Nr. 1 „Rückkaufprogramme“ vom 26. Februar 2010 (**Rundschreiben Nr. 1**) Stellung zu nehmen. Die Übernahmekommission schlägt vor, Rückkäufe über die separate Handelslinie durch eine offene Auktion mit Meistausführungsprinzip zu ersetzen (der **Vorschlag**).

Nachfolgend nehmen wir im Namen der Anwaltskanzlei von der Crone Rechtsanwälte AG zum Vorschlag Stellung.

## I. BEIZUG DER SIX SWISS EXCHANGE

In unserer Stellungnahme zum Entwurf des Rundschreibens Nr. 1 vom 5. Juni 2009 hatten wir dazu angeregt, die Kompetenz zur Regelung und Überwachung von Rückkaufprogrammen (und von Aktienrückkäufen generell) den Börsen zuzuweisen. Das nun von der Übernahmekommission, der SIX Swiss Exchange und der FINMA gemeinsam entwickelte Auktionsmodell interpretieren wir als Schritt in diese Richtung. Den Börsen werden im Zusammenhang mit öffentlichen Rückkaufangeboten neue Regulierungs- und Sanktionskompetenzen zugebilligt, da ein fairer und transparenter Handel sowie die Gleichbehandlung der Investoren auf der zweiten Handelslinie nicht gewährleistet werden können. Der Vorschlag illustriert damit, dass selbst öffentliche Rückkaufangebote nicht ohne eine stärkere Einbindung der Börsen zufriedenstellend reguliert werden können.

Die zukünftige Rolle der SIX Swiss Exchange im Zusammenhang mit Rückkaufprogrammen beschränkt sich also nicht mehr nur darauf, eine zweite Handelslinie einzurichten. Neu soll sie über detaillierte Regelungskompetenzen verfügen. Die Bestimmungen des Term Sheet richten sich nach unserem Verständnis zwar weiterhin ausschliesslich an die Börsenteilnehmer und insbesondere an die mit der Durchführung des Programms beauftragte Bank. Inhaltlich geht die Regelungskompetenz aber über den Erlass blosser prozessualer Vorschriften hinaus. Die Bestimmungen des Term Sheet dienen vielmehr – wie die Bestimmungen des Rundschreibens Nr. 1 – direkt der Umsetzung der Maximen Handelstransparenz und Gleichbehandlung der Investoren. Dies gilt insbesondere für die im Term Sheet statuierte

Pflicht, Auktionen frühzeitig anzukündigen, und das Verbot, das angekündigte Rückkaufvolumen während der Auktion zu verändern.

Nebenbei sei angemerkt, dass die SIX Swiss Exchange schon seit dem 1. April 2010 in die Regulierung von Rückkaufprogrammen eingreift. Gemäss ihrer Weisung 3 betreffend Handel, die seit dem 1. April 2010 in Kraft ist, sind Geschäfte im Rahmen eines Rückkaufprogramms, das über eine zweite Handelslinie organisiert wird, neu zwingend über das Auftragsbuch dieser zweiten Handelslinie abzuwickeln (Ziffer 2.1 Abs. 2 Anhang P zu Weisung 3). Damit sind Rückkäufe auf der ordentlichen Handelslinie ausgeschlossen, sofern die erworbenen Aktien zu einem der Zwecke verwendet werden sollen, zu dem das Rückkaufprogramm initialisiert worden ist. Dies dürfte zu einer regeren Handelstätigkeit auf der zweiten Linie führen. Wir gehen davon aus, dass unter dem Auktionsmodell eine analoge Regelung gelten wird.

Allerdings stellt der Vorschlag, Aktienrückkäufe in Zukunft statt über eine separate Handelslinie im Rahmen von öffentlich angekündigten, zeitlich und umfangmässig fixierten Auktionen abzuwickeln, keine grundlegende Abkehr vom bisher geltenden Ansatz dar. Nach wie vor ist die Regelung von Rückkaufangeboten in das Übernahmerecht eingebettet und geht dabei, wie wir bereits in unserer früheren Stellungnahme dargelegt haben, an die äusserste Grenze dessen, was sich noch als auslegende Anwendung der einschlägigen Regeln des Börsengesetzes verstehen lässt. Ausserdem können verdeckte Aktienrückkäufe durch das Übernahmerecht definitionsgemäss nicht erfasst werden, was aufgrund der mit solchen Transaktionen einhergehenden Informationsasymmetrien und des damit verbundenen Kursbeeinflussungspotentials als problematisch erscheint. Der Vorschlag vermag diese Defizite der geltenden Regelung nicht zu beheben.

## **II. BEMERKUNGEN ZUM VORSCHLAG**

Durch das vorgeschlagene Auktionsmodell werden die Schwächen der zweiten Handelslinie wirksam behoben. Durch die Pflicht, während der Auktion, also während einer Stunde, permanent einen Geldkurs zu stellen, wird die Transparenz des Handels erhöht. Dem Gleichbehandlungsgebot wiederum wird Rechnung getragen einerseits durch die Pflicht, die Auktion vor Beginn des betreffenden Handelstages öffentlich anzuzeigen, und andererseits durch das Verbot, von einer angekündigten Auktion zurückzutreten oder das angegebene Rückkaufvolumen zu verändern. Dadurch wird sichergestellt, dass alle interessierten Investoren an der Auktion teilnehmen und ihre Aktien nach Abschluss der Auktion zu demselben Preis verkaufen können. Nach unserem Verständnis sind ins Auftragsbuch eingegebene Verkaufsaufträge bei einem Angebotsüberhang anteilmässig zu berücksichtigen. Dies sollte im Rundschreiben oder im Term Sheet der SIX Swiss Exchange explizit festgehalten werden (analog zu Ziffer 3.2 Abs. 1 des Rundschreibens Nr. 1 (Rz 20) betreffend Angebote zum Festpreis und Rückkaufprogramme durch die Ausgabe von Put-Optionen).

Allerdings lassen sich Vorabsprachen zwischen der durchführenden Bank und einem Verkaufsinteressenten auch bei Durchführung des Rückkaufprogramms über Auktionen wohl nicht gänzlich ausschliessen. Im Gegensatz zur gegenwärtigen Regelung haben solche Vorabsprachen unter dem vorgeschlagenen Auktionsmodell aber immerhin die Durchführung einer Auktion zur Folge, an der auch an der Vorabsprache nicht beteiligte Investoren teilnehmen und ihre Aktien zumindest anteilmässig verkaufen können. Damit könnten Vorabsprachen – so bedenklich sie angesichts der Gleichbehandlungspflicht sind – unter dem neuen Auktionsmodell sogar eine beschleunigende Wirkung entwickeln. Denn die Tatsache, dass auf der zweiten Handelslinie kein regelmässiger Handel stattfindet und es nur zu wenigen Abschlüssen kommt, dürfte insbesondere darauf zurückzuführen sein, dass zurzeit keine Pflicht besteht, dauernd Geldkurse zu stellen.

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

Swiss Takeover Board  
Übernahmekommission  
Selnaustrasse 30 / Postfach  
8021 Zürich

15. April 2010

**Stellungnahme zu „Rückkaufprogramme zum Marktpreis über eine separate Handelslinie: Neues Auktionsmodell**

Sehr geehrte Damen und Herren

Mit Ihrem Schreiben vom 22. März 2010 haben Sie uns eingeladen, zur geplanten Revision der separaten Handelslinie Stellung zu nehmen. Für diese Gelegenheit danken wir Ihnen bestens. Aufgrund der speziellen Materie dieser Vorlage verweisen wir auf die Stellungnahme der Direktbetroffenen und verzichten auf eine eigene Meinungsäusserung.

Freundliche Grüsse  
economiesuisse



Thomas Pletscher  
Leiter Wettbewerb & Regulatorisches



Urs Furrer  
stv. Leiter Wettbewerb & Regulatorisches



Bundesplatz 8  
3001 Bern  
Telefon 031 666 11 00  
internat. +41 31 666 11 00  
Fax 031 666 19 93  
E-Mail alois.schaerli@bekb.ch  
BIC/SWIFT KBBECH22  
BC 790  
PC 30-106-9  
CantoPhone 0848 848 666  
MWSt-Nr. 124 067  
Ref. Stellungnahme 2nd line 2010-1.doc

Übernahmekommission  
Selnaustrasse 30  
Postfach  
8021 Zürich

Ihre Kontaktperson  
Alois Schärli

CH-3001 Bern, Bundesplatz 8  
16. April 2010

## Vernehmlassung Rückkaufprogramme zum Marktpreis über eine separate Handelslinie

Sehr geehrte Damen und Herren

Eine Arbeitsgruppe, an der sich die Übernahmekommission, die SIX Swiss Exchange und die FINMA beteiligen, hat ein Auktionsmodell erarbeitet, welches für Rückkaufprogramme künftig die separate Handelslinie in ihrer heutigen Form ersetzen soll. Zu diesem Zweck führen Sie eine öffentliche Vernehmlassung durch.

Sie erhalten nachstehend unsere Stellungnahme:

- Das von Ihnen skizzierte Auktionsmodell würde dazu führen, dass für die Marktteilnehmer der zweiten Linie das Risiko über mehrere Stunden besteht, die auf der ersten Linie gekauften Titel nicht mehr mit einem genügenden Spread über die zweite Linie verkaufen zu können. In diesem Fall müssten die Titel entweder im Handelsbuch verbucht oder über die erste Linie wieder verkauft werden. Dieser Umstand dürfte bewirken, dass erheblich weniger Marktteilnehmer bereit oder in der Lage sind, dieses Eigenhandels- und Margenrisiko zu tragen. Somit dürften die gehandelten Volumina bei liquiden Titeln (v.a. Titel die im SMI enthalten sind) massiv zurückgehen. Ebenfalls dürfte die Arbitrage in der Tendenz nur noch von Grossbanken genutzt werden, da kleinere Marktteilnehmer aufgrund vorstehender Risikoüberlegungen (Limiten des "prop.-tradings") während dem Auktionsverfahren nur bescheidene Positionen halten können. Dies im Gegensatz zum bestehenden Verfahren, wo Positionen laufend gehandelt werden können, ohne dass ein Aufbau grösserer Bestände notwendig ist. Die Marktliquidität würde deshalb mit einem Auktionsmodell erheblich eingeschränkt.
- Der Rückkauf eigener Aktien zum Zweck der Kapitalherabsetzung wird sowohl bei der eidgenössischen Verrechnungssteuer wie auch bei den direkten Steuern als Teilliquidation der rückkaufenden Gesellschaft behandelt, wenn die Aktien nicht innert sechs Jahren wieder veräussert werden. Da institutionelle Investoren der Gewinnsteuer unterliegen, fallen nur auf einem Gewinn Steuern an. Der Privatanleger muss demgegenüber auf der Differenz zwischen Nominalwert und Verkaufspreis pro Aktie Einkommenssteuern entrichten. Aus diesem Grund be-



schränkt sich faktisch der Markt der zweiten Linie ausschliesslich auf institutionelle Anleger. Institutionelle Marktteilnehmer haben zudem den komparativen Marktvorteil, dass sie die Verrechnungssteuer bei der Eidgenössischen Steuerverwaltung in Form von Abschlagszahlungen früher zurückfordern können als Private. Unter der Voraussetzung, dass ein Marktteilnehmer genügend Liquidität besitzt, um die Vorausfinanzierung der Verrechnungssteuer zu gewährleisten, und der Spread es erlaubt, die bestehenden Opportunitätskosten für die Finanzierung der verzögerten Zahlung der Eidgenössischen Steuerverwaltung abzudecken, findet eine Handelstätigkeit in der zweiten Linie statt. Aus Ihrer Sicht ist das geplante Auktionsmodell damit begründet, dass auf den separaten Handelslinien kein regelmässiger Handel stattfindet und nur wenige Abschlüsse getätigt werden. Aufgrund unserer Erfahrungen waren die vorstehend skizzierten Voraussetzungen genügend gewährleistet, um die Handelstätigkeit in den zweiten Linien zu sichern. Wir können Ihre Aussage somit nicht stützen.

- Es ist davon auszugehen, dass vor allem bei Small-Caps die Volatilität des Basistitels kurz vor Ende der Auktion stark ansteigen wird, weil die entsprechenden Titel eingedeckt oder möglicherweise wieder verkauft werden müssen. Die erhöhte Volatilität dürfte zu zunehmenden Handelsunterbrechungen führen (Stop Trades).
- Die Chancengleichheit respektive das Problem von Absprachen wird auch mit einem Auktionsmodell nicht gelöst.
- Die bisherige Lösung hat folgende Vorteile:
  1. Der Orderflow fliesst während des ganzen Tages in den ordentlichen Orderflow ein und löst so keine Kursverwerfungen aus.
  2. Es ist gewährleistet, dass die Umsätze in den zweiten Handelslinien während der ganzen Börsenzeit gleichmässig stattfinden. Mit einem Auktionsmodell dürften sich die Umsätze hauptsächlich auf die Zeit nach 17:00 Uhr ausrichten.

Das neue Auktionsmodell soll einerseits die Chancengleichheit der Investoren verbessern und andererseits die Flexibilität des bisherigen Systems gewährleisten. Aus den vorstehenden Gründen sind diese Zielsetzungen mit den geplanten Änderungen jedoch nicht gewährleistet. Aus diesem Grund beantragen wir, das Auktionsmodell nicht einzuführen. Für Fragen stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse  
BEKB | BCBE

Stephan Bichsel  
Leiter Handel

Alois Schärli  
Leiter Finanzen

Investment Banking  
Equity Capital Markets, VOAG 2

**Per E-Mail** (counsel@takeover.ch)

Übernahmekommission  
Selnastrasse 30  
8021 Zürich

16. April 2010

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

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir nehmen Bezug auf die am 22. März 2010 veröffentlichte Vernehmlassung betreffend einem neuen Auktionsmodell, welches die heutige zweite Handelslinie für einen Aktienrückkauf zwecks Kapitalherabsetzung ersetzen soll. Wir danken Ihnen für die Möglichkeit einer Stellungnahme zu einem solchen Auktionsmodell.

### **1. Einleitung**

Die Credit Suisse entwickelte das Konzept der zweiten Handelslinie für einen Aktienrückkauf zwecks Kapitalherabsetzung und führte einen solchen Aktienrückkauf über eine zweite Handelslinie ab Ende 1997 erstmals durch (für Swiss Re). Seither hat sich eine zweite Handelslinie als „das“ Instrument für einen Aktienrückkauf in der Schweiz entwickelt (sofern in diesem Schreiben nicht anders erwähnt, steht eine „zweite Handelslinie“ immer im Zusammenhang mit einem Aktienrückkauf zwecks Kapitalherabsetzung). Eine klare Mehrheit aller von schweizerischen Gesellschaften angekündigten Aktienrückkäufen (auch unter Einbezug der Aktienrückkäufe ohne nachfolgende Kapitalherabsetzung) wurde oder wird über eine zweite Handelslinie abgewickelt. Sie ermöglicht den Rückkauf von eigenen Aktien zwecks Kapitalherabsetzung zum jeweiligen Marktpreis und bietet für die rückkaufende Gesellschaft die gleiche Flexibilität wie bei einem Rückkauf über die Börse von eigenen Aktien ohne nachfolgende Vernichtung.

Die Credit Suisse ist dabei für die Durchführung von rund zwei Dritteln aller angekündigten Rückkaufsvolumina mittels zweiter Handelslinie verantwortlich gewesen bzw. gegenwärtig immer noch verantwortlich (bzw. führte/führt rund 40% aller Rückkaufstransaktionen über eine zweite Handelslinie durch).

Der heute bei der Credit Suisse für einen Aktienrückkauf über eine zweite Handelslinie primär zuständige Händler, Herr Marcel Bachmann, war bereits für die Kursstellung des oben erwähnten ersten Aktienrückkaufs über eine zweite Handelslinie im Jahr 1997 zuständig. Aufgrund des führenden Marktanteils der Credit Suisse bei der Durchführung von Aktienrückkäufen über eine zweite Handelslinie und der langjährigen Erfahrung von Herrn Bachmann mit bzw. seines Einblicks in solche Aktienrückkäufe ist die Credit Suisse wohl am besten qualifiziert, die Handelstätigkeit auf einer zweiten Linie zu beurteilen.

## **2. Kommentare zu Ziffer 2 der Vernehmlassung**

Wir sind erstaunt zu lesen, dass auf den separaten Handelslinien meist kein regelmässiger Handel stattfindet und es nur zu wenigen Abschlüssen komme. Dies mag zutreffen für separate Handelslinien im Zusammenhang mit einem öffentlichen Übernahmeangebot („angediente Stücke“) oder bei einer separaten Handelslinie für Titel mit abweichender Dividendenberechtigung. Auch bei einer separaten Handelslinie für einen Aktienrückkauf einer Gesellschaft, deren Handelsvolumen generell gering ausfällt (auf der ersten Handelslinie), ist die Anzahl der Abschlüsse auf der zweiten Handelslinie natürlich zwangsläufig beschränkt.

Bei Aktienrückkäufen von Gesellschaften mit grösserem Handelsvolumen auf der ersten Linie und von grosskapitalisierten Gesellschaften findet aber ein regelmässiger Handel auf der zweiten Linie statt und es kommt auch täglich zu vielen wenn nicht sogar unzähligen Abschlüssen.

Wir sind zudem erstaunt zu lesen, es sei allgemein bekannt, dass zwischen Investoren und Börsenteilnehmern und/oder Emittenten nicht selten Vorabsprachen getroffen werden, um einen geplanten Abschluss vorzubereiten. Zumindest bei den durch die Credit Suisse durchgeführten Aktienrückkäufen über eine zweite Handelslinie war und ist dies nicht der Fall.

## **3. Kommentare zu Ziffer 3 der Vernehmlassung**

Wie oben erwähnt kommt es zumindest bei den durch die Credit Suisse durchgeführten Aktienrückkäufen über eine zweite Handelslinie nicht zu Vorabsprachen. Die in der Ziffer 3 erwähnte Problematik der Gleichbehandlung der Aktionäre stellt sich somit für uns nicht.

Wir möchten hier auf die Charakteristika einer zweiten Handelslinie eingehen. Bekanntlich unterliegt bei einem Aktienrückkauf zwecks Kapitalherabsetzung die Differenz zwischen Kaufpreis und Nennwert einer Aktie der Verrechnungssteuer. Diese Differenz unterliegt zudem für Aktionäre mit Besteuerung in der Schweiz und welche die Aktien im Privatvermögen halten grundsätzlich der Einkommenssteuer. Daraus ergibt sich, dass sich nicht-schweizerische Aktionäre (welche die Verrechnungssteuer normalerweise nicht vollumfänglich zurückfordern können) und Schweizer Privatinvestoren nicht an einem Aktienrückkauf zwecks Kapitalherabsetzung beteiligen. Solche Investoren verkaufen ihre Aktien über die erste Handelslinie zum praktisch gleichen Preis wie auf einer zweiten Handelslinie.

Als Verkäufer auf einer zweiten Handelslinie treten somit im Prinzip nur schweizerische institutionelle Investoren auf, welche die Verrechnungssteuer vollumfänglich zurückfordern können und bei einem Verkauf über eine zweite Handelslinie – verglichen zu einem Verkauf über die erste Handelslinie – aus Sicht der Einkommenssteuer keine Nachteile erfahren.

Wir möchten nachfolgend auf die Prämie auf einer zweiten Handelslinie eingehen. Die Prämie zweite Handelslinie zur ersten Handelslinie hat im Prinzip zwei Komponenten: Zinskomponente auf dem Abzug der Verrechnungssteuer und „Anreizkomponente“ für einen Verkauf auf einer zweiten Handelslinie.

Die Zinskomponente entschädigt die auf einer zweiten Handelslinie verkaufenden Aktionäre für den Abzug der Verrechnungssteuer, die Höhe der Zinskomponente ist abhängig vom Zinsumfeld und wie schnell die Verrechnungssteuer zurückgefordert werden kann.

Die „Anreizkomponente“ entschädigt für den zusätzlichen Aufwand eines Verkaufs auf einer zweiten Handelslinie (Rückforderung der Verrechnungssteuer und vorhergehende Eindeckung der über die zweite Handelslinie zu verkaufenden Aktien, Arbitrage) und beinhaltet einen kleinen Gewinn für die auf der zwei-

ten Handelslinie verkaufenden Aktionäre (geringer Prozentsatz, normalerweise ein paar Basispunkte bei liquiden Aktien). Die Höhe der „Anreizkomponente“ hängt vor allem davon ab, wie liquide eine Aktie ist, d. h. wie einfach eine Aktie auf der ersten Handelslinie beschafft werden kann, um sie dann unmittelbar anschliessend auf der zweiten Handelslinie zu verkaufen.

Obwohl im Grundsatz ein Verkauf über eine zweite Handelslinie für alle Aktionäre offen ist, beteiligen sich aus den obenerwähnten Gründen nur ein paar wenige Marktteilnehmer an einem Aktienrückkauf zwecks Kapitalherabsetzung über eine zweite Handelslinie. Solche kaufen als Arbitrageure Aktien auf der ersten Handelslinie und verkaufen sie unmittelbar anschliessend auf der zweiten Handelslinie wieder. Obwohl auch andere schweizerische institutionelle Investoren Aktien über eine zweite Handelslinie ohne negativen Steuerfolgen verkaufen könnten, kommt dies nur sehr selten vor, da der eigentliche Gewinn für die auf einer zweiten Handelslinie verkaufenden Aktionäre minim ist.

#### **4. Kommentare zu Ziffer 4 der Vernehmlassung**

Wie aus unseren obigen Ausführungen bereits hervorgeht, sehen wir keinen Grund, welche eine Ablösung des bewährten Konzepts der zweiten Handelslinie durch das neue Auktionsmodell nötig machen würde.

Ein Auktionsmodell würde es verunmöglichen, dass Gesellschaften über den Markt Aktien zwecks Kapitalherabsetzung zurückkaufen könnten, wie bei einem Aktienrückkauf über die erste Handelslinie. Eine Auktion vor Börseneröffnung, bis spätestens 07.30 Uhr ankündigen zu müssen, um sie dann erst Stunden später kurz vor Handelsschluss durchführen zu müssen, würde den Gesellschaften die Flexibilität nehmen, welche eine zweite Handelslinie bietet. Zudem könnte die frühzeitige Ankündigung einer Auktion wohl auch zu nicht gewünschten Kursbewegungen führen und es kann unmittelbar bzw. kurz nach Ablauf einer Auktion zu grossen Eindeckungen verbunden mit zwangsweise grossen Kursauschlägen kommen. Die Gefahr der Kursmanipulation wird dadurch erheblich erhöht.

Die Vernehmlassungsunterlagen sprechen zwar von einem Recht, von einer angekündigten Auktion zurückzutreten, aber nur aus wichtigen Gründen. Bei einem aussergewöhnlichen Kursanstieg, z. B. aufgrund der Veröffentlichung eines positiven Researchreports im Laufe des Handelstages, wäre die Gesellschaft somit wohl gezwungen, in einem Käufermarkt noch weitere Aktien zu einem Preis zu kaufen, mit welchem die Gesellschaft bei Ankündigung der Auktion nicht gerechnet hat. Eine solche Handelstätigkeit ist natürlich unerwünscht.

Andererseits würden mit einem Auktionsmodell nicht zusätzliche Verkäufer gewonnen. Ausländische Aktionäre und schweizerische private Investoren würden aus Steuergründen weiterhin von einer Teilnahme an einem solchen Aktienrückkauf absehen. Das Auktionsmodell dürfte aber zu einer höheren Prämie führen, da die heute praktizierte Arbitrage zwischen erster und zweiter Handelslinie praktisch verunmöglicht würde. Die auf der zweiten Handelslinie verkaufenden Aktionäre müssten ihre Aktienbestände auch vor Beginn einer Auktion aufbauen ohne zu wissen, wie letztlich der Auktionspreis ausfallen wird. Nebst der Zinskomponente und „Anreizkomponente“ würde noch eine Kursrisikokomponente hinzukommen, welche die auf der zweiten Handelslinie verkaufenden Aktionäre für das mit dem Halten der Aktien verbundene Kursrisiko entschädigt.

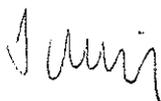
Eine höhere Prämie ist natürlich nicht im Interesse der rückkaufenden Gesellschaft (aus Sicht der Minimierung des Rückkaufspreises wie aus Sicht der Gleichbehandlung der Aktionäre). Die heutige Art und Weise wie Aktienrückkäufe über eine zweite Handelslinie durchgeführt werden, führt zu einer Minimierung der Prämie. Von einer höheren Prämie würden zudem nur gewisse schweizerische institutionelle Investoren profitieren. Zusammenfassend würde das Auktionsmodell zu einer Verschlechterung der Gleichbehandlung

der Aktionäre führen. Gleichzeitig verlieren die Gesellschaften die Flexibilität, welche eine zweite Handelslinie ihnen bietet. Das Auktionsmodell ist somit klar abzulehnen.

Falls Sie Fragen zu unseren Ausführungen haben oder sich künftig Fragen in diesem Zusammenhang stellen sollten, steht Ihnen Herr Daepf jederzeit zur gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

CREDIT SUISSE AG



Christian Schmid  
Managing Director



Andreas Daepf  
Director

**Per E-Mail** (counsel@takeover.ch)

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

Zürich, 16. April 2010

**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 zur geplanten Revision der Regulierung von Rückkaufprogrammen zum Marktpreis über eine separate Handelslinie: Neues Auktionsmodell**

Sehr geehrter Herr Prof. Thévenoz

Sie haben uns mit Schreiben vom 22. März 2010 eingeladen, zur geplanten Revision der Regulierung von Rückkaufprogrammen zum Marktpreis über eine separate Handelslinie und einem damit einhergehenden neuen Auktionsmodell Stellung zu nehmen. Dieser Einladung kommen wir gerne nach und lassen Ihnen hiermit unsere Einschätzung zur geplanten Revision zukommen.

### **I. Rahmenordnung des gegenwärtigen Systems**

Das Institut der sogenannten zweiten Handelslinie, das ausschliesslich dem Rückkauf eigener Aktien eines Emittenten dient, hat sich nach unserer Erfahrung bislang bewährt. Der Emittent ist als einziger Käufer auf dieser separaten Handelslinie (über seine Bank) in der Lage, die Transaktionen schnell und flexibel zu vollziehen.

Wie wir den Vernehmlassungsunterlagen entnehmen, ortet die Übernahmekommission im Bereich der Gleichbehandlung indes ein Problem: Diese sei nur gewährleistet, wenn zwischen Verkaufsinteressenten Chancengleichheit bestehe, wobei das gegenwärtige System dies gerade nicht zu garantieren vermöge, da vorabgesprochene Geschäfte die Gleichbehandlung der Investoren nicht sicherstellten.

Unsere Erfahrung und Wahrnehmung zu diesem Problembereich sind die folgenden: Als Verkäufer auf der zweiten Handelslinie treten regelmässig nur weni-

ge inländische, professionelle Arbitrageure auf. Hintergrund ist die geltende steuerrechtliche Rahmenordnung, die in aller Regel verhindert, dass sich auch andere Anleger an den Rückkäufen über eine zweite Handelslinie beteiligen. Der Erwerbspreis wird unter Abzug der Verrechnungssteuer von 35% ausgezahlt, also netto 65% (Art. 4a Abs. 1 VStG). In der Schweiz ansässige Aktionäre können die 35% Verrechnungssteuer in voller Höhe zurückfordern bzw. anrechnen lassen. Aktionäre mit Sitz oder Wohnsitz im Ausland können die Verrechnungssteuer teilweise zurückfordern, sofern die Schweiz mit dem jeweiligen Ansässigkeitsstaat ein Doppelbesteuerungsabkommen abgeschlossen hat. Der Erlös aus dem Verkauf der Aktien qualifiziert, soweit er den Nennwert der Aktien übersteigt, beim Veräusserer, der die Titel im Privatvermögen hält, als steuerbarer Kapitalertrag im Sinne einer Einkommenssteuer<sup>1</sup>. Konsequenz dieser steuerrechtlichen Rahmenordnung ist, dass inländische private Aktionäre, welche die Aktien im Privatvermögen halten, sowie ausländische Investoren ihre Aktien nicht über die zweite Handelslinie andienen.

Der beschränkte Teilnehmerkreis bei Rückkäufen über eine zweite Handelslinie und die damit einhergehende beschränkte Chancengleichheit der Verkaufsinteressenten über diese Handelslinie ist somit nicht so sehr auf vorabgesprochene Geschäfte zurückzuführen. Grund dafür ist vielmehr die geltende steuerrechtliche Rahmenordnung. Die sich daraus ergebende Abweichung von einer exakten Gleichbehandlung ist – wie PETER BÖCKLI u.E. zutreffend festhält – gesellschaftsrechtlich in Kauf zu nehmen, denn sie ist *"eine Auswirkung des nun einmal erstaunlich konfigurierten Schweizer Steuersystems"*<sup>2</sup>.

## II. Zum neuen Auktionsmodell

Die Stossrichtung der Revision ist eine zweifache: einerseits die Chancengleichheit der Investoren zu verbessern, andererseits die Flexibilität des bisherigen Systems weiterhin zu gewährleisten.

Wie gezeigt, ist die beschränkte Chancengleichheit der Verkaufsinteressenten eine Konsequenz der geltenden steuerrechtlichen Rahmenordnung. So lange diese Rahmenordnung besteht, bleibt der Teilnehmerkreis – und damit zwangsläufig die Chancengleichheit potentieller Verkaufsinteressenten – auch im Rahmen des vorgeschlagenen Auktionsmodells beschränkt. Das neue Modell führt deshalb nicht zu einer Vergrößerung des potentiellen Teilnehmerkreises gegenüber demjenigen bei Rückkäufen über das bisherige System einer zweiten Han-

<sup>1</sup> Liquidationsdividende, Art. 20 Abs. 1 lit. c DBG (vgl. Kreisschreiben Nr. 5/1999 der Eidgenössischen Steuerverwaltung (ESTV) vom 19. August 1999 betreffend Neuregelung des Erwerbs eigener Beteiligungsrechte, ASA 68, 1999/2000, 300 ff., Ziff. 4.2.a).

<sup>2</sup> PETER BÖCKLI, Schweizer Aktienrecht, 4. Aufl., Zürich 2009, § 4 N 325.

delinie. Eine Verbesserung der Chancengleichheit der Verkaufsinteressenten und damit eine über den Status quo hinausgehende Sicherstellung der Gleichbehandlung wären mit dem neuen Modell nicht zu erwarten.

Das zweite Ziel der Revision, die Flexibilität des bisherigen Systems weiterhin zu gewährleisten, wird durch das neue Auktionsmodell u.E. ebensowenig erreicht. Mehr noch: Mit der Einschränkung auf eine Auktion pro Handelstag sowie der Unabänderlichkeit des vorangekündigten Volumens geht im Vergleich zur gegenwärtigen Ordnung für den Emittenten gar Flexibilität verloren.

Darüber hinaus scheint uns das vorgeschlagene neue Auktionsmodell nicht optimal mit den übrigen Regeln, wie sie für Rückkäufe zum Marktpreis gelten, zu harmonisieren. Unklar ist insbesondere, wie sich Rückkäufe mittels Auktionsmodells in Situationen des Bekanntgabeaufschubs gestalten. Die Möglichkeit, Rückkäufe auch während eines Bekanntgabeaufschubs via *Outsourcing* an eine Bank zu tätigen (vgl. Rz. 24 des neuen Rundschreiben Nr. 1 der Übernahmekommission) ist kaum in Einklang mit den Vorgaben des neuen Auktionsmodells zu bringen. Konkret ist nicht klar, wie ein Emittent vor Beginn des Rückkaufprogramms seiner Bank, die mit dem Rückkauf beauftragt wird, Parameter bezüglich Daten, Volumen und Preisen vorgeben soll und gleichzeitig Auktionen bis 90 Minuten vor Handelsbeginn am Tag der Auktion (unter Angabe des beabsichtigten Rückkaufvolumens) voranzukündigen hat.

### III. Schlussfolgerung

Die Ziele der geplanten Revision (Verbesserung der Chancengleichheit der Investoren und Gewährleistung der Flexibilität des bisherigen Systems) werden mit dem vorgeschlagenen neuen Auktionsmodell nicht erreicht. Ferner scheint uns das vorgeschlagene Modell mit dem bestehenden Regelungssystem nicht kompatibel zu sein.

Wir regen deshalb an, auf die anvisierte Revision der Regulierung von Rückkaufprogrammen zum Marktpreis über eine separate Handelslinie und die Einführung eines neuen Auktionsmodells zu verzichten und am bisherigen bewährten System festzuhalten.

---

Wir hoffen, Ihnen mit der vorliegenden Stellungnahme für Sie hilfreiche Einschätzungen zur geplanten Revision der Regulierung von Rückkaufprogrammen zum Marktpreis über eine separate Handelslinie und dem damit einhergehenden neuen Auktionsmodell unterbreitet zu haben. Wir stehen Ihnen für allfällige Rückfragen oder zusätzliche Ausführungen gerne zur Verfügung.

Mit vorzüglicher Hochachtung



Flavio Romero



Claude Lambert

Herr Prof. Dr. Luc Thévenoz  
Präsident Übernahmekommission  
Selnaustrasse 30  
Postfach  
8021 Zürich

16. April 2010

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

Sehr geehrter Herr Präsident  
Sehr geehrte Damen und Herren

Besten Dank für die Einladung, zum neuen Auktionsmodell für Aktienrückkaufprogramme aus unserer steuerlichen und regulatorischen Sicht Stellung zu nehmen:

Wir begrüssen die grundsätzliche Stossrichtung des vorgeschlagenen Auktionsmodells als handelstechnisches Vorgehen an der SIX, da es den automatischen Handel standardisiert und unter dem Aspekt der Gleichbehandlung „objektivierend“ wirkt. Zugleich gestatten wir uns vorab den Hinweis, dass neben den steuerlichen Aspekten die Bedürfnisse der die Aktienrückkäufe durchführenden Marktteilnehmer und Banken im Vordergrund der Analyse dieser Vernehmlassung stehen müssen. Ein steuereffizientes Rückkaufprogramm ist vor allem im Interesse der kotierten Gesellschaften und des Börsenplatzes Schweiz, sind doch Aktienrückkäufe neben Dividendenzahlungen ein entscheidendes Element der Wertsteigerung eines Unternehmens aus finanztechnischer Sicht. Eine restriktivere steuerliche Behandlung hätte massive negative Folgen.

Wir können als Nicht-Börsenteilnehmer das neue Auktionsmodell nicht verbindlich beurteilen, so dass wir uns im folgenden auf ausgewählte steuerliche (nachfolgend unter Ziff. 1) und regulatorische (nachfolgend unter Ziff. 2) Aspekte beschränken.

### **1. Bemerkungen aus steuerlicher Sicht**

1.1. Bekanntlich erfreut sich das Verfahren des Aktiendrückkaufs über eine zweite Handelslinie nunmehr seit einigen Jahren konstanter Beliebtheit bei Schweizer Emittenten. Dies hat anerkanntermassen mit den effizienten Steuerfolgen und dem klaren Steuer-Abrechnungsverfahren dank der zweiten Handelslinie zu tun. Die Schweiz ist u.W. eines der wenigen Länder, welches Aktienrückkäufe mit einer Quellensteuer belastet. Daher hat unser Land einen gewichtigen Nachteil, welches dank der guten Lösung der zweiten Handelslinie und der Arbitrageur-Funktion von Banken weitestgehend eliminieren konnte. Dementsprechend sind die langjährig etablierten steuerlichen und regulatorischen Vorteile der zweiten Handelslinie ausgewiesenermassen ein Standortvorteil der Schweiz. Wir postulieren daher mit Nachdruck, dass diese steuertechnische Möglichkeit und der etablierte Standortvorteil auch mit dem neuen Auktionsverfahren erhalten bleiben müssen, und zwar sowohl für Aktienrückkäufe im Rahmen des neuen Auktionsverfahrens bzw. unter dem neuen Rundschreiben Nr. 1 der Übernahmekommission, als auch bei sog. „virtuellen Aktienrückkäufen“ von ausschliesslich im

Ausland kotierten, jedoch in der Schweiz domizilierten Gesellschaften, jeweils abgewickelt (und steuerlich abgerechnet) über eine Schweizer Bank oder Effekthändler. Die Annahme, dass die steuerlichen Vorteile des heutigen Zweitlinien-Verfahrens der „Steuerungsumgehung“ dienen, wäre nicht gerechtfertigt. Vorbedingung für ein steuereffizientes Modell ist ja, dass die Marktteilnehmer wirtschaftlich berechtigt sind und somit im vollen Risiko stehen, und, dass die Aktien auf anonymisierter Basis beschafft werden müssen, um die Rückerstattung der VST zu ermöglichen. Dementsprechend bitten wir Sie, dass Sie in diese Vernehmlassung auch die Eidgenössische Steuerverwaltung (ESTV) umfassend einbeziehen. Es ist allen Marktteilnehmern die Gewähr zu bieten, dass die langjährig etablierten Vorteile von Aktienrückkäufen über eine zweite Handelslinie auch im Rahmen des Auktionsverfahrens ohne unnötige steuerliche Komplikationen erhalten bleiben. Mithin sei durch die Übernahmekommission bei der ESTV darauf hinzuwirken, dass diese neue handelstechnische Möglichkeit des Auktionsverfahrens nicht zu einer überraschenden steuerlichen Praxisänderung für Emittenten und Anleger führt. Eine ausdrücklich positive Stellungnahme der ESTV zum Vernehmlassungsvorschlag ist im Sinne der Rechtssicherheit erwünscht und nötig.

- 1.2. Die von Ihnen unter Ziff. 1 Ihres Vernehmlassungsschreibens vom 22. März 2010 angeführten Vorabsprachen unter Marktteilnehmern („trading by appointment“) können wir zu wenig beurteilen. Vielmehr sehen wir in unserer Praxis manchmal eher steuerliche Schwierigkeiten als handelstechnische, insbesondere wenn in gewissen Einzelfällen die Praxis der Steuerbehörden inkonsistent ist und einzelne Transaktionen dadurch mehr als nötig eingeschränkt werden. Wir sind daher der Auffassung, dass Transparenz im Markt als wesentliches Regulativ erhalten, wenn nicht gar noch verstärkt werden muss. Diese Transparenz muss mit dem Auktionsverfahren der Fall sein.

## 2. Bemerkungen aus regulatorischer Sicht

- 2.1. Wir fragen uns, ob die im Falle einer Preisdifferenz von mehr als 5% vorgesehene Untersuchung (Ziff. 3 Ihres Vernehmlassungsschreibens) als Sanktion genüge, bzw., ob dann nicht eine umgehende, automatisch vollzogene und handelstechnisch erklärte Ungültigerklärung des fraglichen Abschlusses wirksamer wäre. Ob diese Ungültigerklärung in der Kompetenz der Marktsteuerung der Börse liegt, wäre allerdings zu prüfen.
- 2.2. Ferner setzen wir voraus bzw. postulieren, dass das neue Auktionsverfahren nicht weitere Meldepflichten für die involvierten Marktteilnehmer mit sich bringt.
- 2.3. Wir gehen im Übrigen davon aus, dass die Revisionsstelle des Emittenten im Rahmen des neuen Auktionsverfahrens keine weiteren Pflichten auferlegt erhält, als im neuen Rundschreiben Nr. 1 betr. Aktienrückkäufe bereits festgelegt ist.

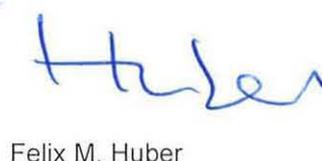
Es würde uns freuen, wenn Sie unsere Bemerkungen zur Stellungnahme im Rahmen der Revisionsarbeiten wohlwollend berücksichtigen könnten.

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

Mit freundlichen Grüssen



für Armin Marti



Felix M. Huber

Swiss Takeover Board  
Selnaustrasse 30  
Postfach  
CH-8021 Zürich

**Per E-Mail:**  
[counsel@takeover.ch](mailto:counsel@takeover.ch)

Basel, 16. April 2010  
A.33.4 CWI/JSA

## Neues Auktionsmodell für Rückkaufprogramme

Sehr geehrter Herr Prof. Thévenoz  
Sehr geehrte Damen und Herren

Wir nehmen Bezug auf die Ihre am 22. März 2010 publizierte Vorlage betreffend Rückkaufprogramme über eine separate Handelslinie bzw. ein neues Auktionsmodell. Für diese Möglichkeit danken wir Ihnen und äussern uns nachstehend wie folgt.

### 1. Zum Hintergrund

Aufgrund der steuerlichen Situation in der Schweiz kann eine Gesellschaft Aktien zwecks Kapitalherabsetzung nicht über die ordentliche Linie zurückkaufen, ohne Steuernachteile von erheblicher Bedeutung in Kauf zu nehmen. Deshalb erscheint der Rückkauf eigener Aktien über eine separate Handelslinie sinnvoll, um überschüssige Eigenmittel steuereffizient an die Aktionäre zurückzuführen.

Allerdings führen die steuerlichen Bedingungen auch dazu, dass der Aktienverkauf über die separate Linie für einen Grossteil der Aktionäre wirtschaftlich uninteressant ist. Er löst nämlich bei ihnen erhebliche Steuerfolgen aus, die den Verkauf praktisch verunmöglichen. Das gilt i.d.R. auch für Aktionäre, die ihre Aktien im Geschäftsvermögen halten und dadurch prinzipiell dieselben Steuerfolgen wie bei Verkäufen über die normale Handelslinie auslösen, denn die Rückforderung der einbehaltenen Verrechnungssteuer bedeutet für sie einen administrativen Aufwand und Finanzierungsbedarf prohibitiven Ausmasses (bis zur Rückerstattung der Verrechnungssteuer).

Als Folge würden, sofern ein liquider Markt besteht, nur jene Investoren auf der separaten Linie verkaufen, die

- über Know-how und Prozesse verfügen, um die Verrechnungssteuer effizient zurückzufordern,
- tiefere Finanzierungskosten haben als Andere
- und den Vorgang auf professioneller Grundlage bearbeiten können.

Entsprechend treten als Verkäufer in der liquiden, separaten Handelslinie wohl ausschließlich professionelle Schweizer Marktteilnehmer auf, die Arbitrage betreiben. Das zeigt sich auch, indem die Preisbildung auf der separaten Handelslinie nur eine geringe Spanne zur normalen Handelslinie aufweist (die den Finanzierungskosten mit einem Aufwandszuschlag entspricht). Hier zeigt sich eine positive Seite des sonst i.d.R. negativ besetzten Begriffs der Arbitrage (im Sinn eines funktionierenden Marktes): Die Preisdifferenz zwischen den beiden Handelslinien wird durch den Markt auf das wirtschaftlich zur Deckung der höheren Kosten erforderliche Minimum beschränkt. Der minimal notwendige Aufschlag ermöglicht es der Gesellschaft, die durch den Rückkauf angestrebte Gewinnverdichtung durch Rückführung von Eigenmitteln an die Aktionäre möglichst kostengünstig zu erzielen, was im Interesse aller Aktionäre liegt. Jene Aktionäre, die aus den genannten Steuer- und Kostengründen ihre Titel nicht auf der separaten Handelslinie andienen (können), stehen dadurch auch nicht schlechter, denn sie können jederzeit auf der liquiden, normalen Handelslinie ihre Titel zu vergleichbaren Bedingungen verkaufen.

## **2. Auswirkungen des Revisionsvorschlags**

### 2.1 Liquide Titel

Wird die separate Handelslinie durch ein Auktionssystem ersetzt, hat dies ein Ende jeglicher Arbitragetätigkeit zur Folge. In liquiden Titeln wäre die heutige Art und Weise der Durchführung von Rückkäufen so nicht mehr möglich. Denn die Arbitrage setzt voraus, dass in der normalen Handelslinie gekaufte Titel umgehend in der separaten Linie zum gleichen Preis wieder verkauft werden können, ohne dass durch Zeitverzögerung ein Kursrisiko entsteht. Eine Zeitverzögerung wäre aber die zwingende Folge jeder Auktion.

Als Konsequenz müssten die Spreads zur normalen Handelslinie markant erhöht werden, damit es für andienende Aktionäre attraktiv wird, entsprechende Kosten auf sich zu nehmen. Voraussichtlich wären aber die Gesellschaften nicht bereit, den Aufschlag zu zahlen, und dürften auf Rückkäufe in dieser Form verzichten. Das wiederum kann nicht das Ziel der angestrebten Revision sein.

### 2.2 Illiquide Titel

Bei illiquiden Titeln stellt sich die Situation anders dar und sind keine Arbitrageure tätig, womit Rückkäufe von anderen Faktoren abhängen. So kann z.B. angestrebt werden, Aktionären den geregelten Ausstieg aus der Aktie zu erleichtern.

Für diese Konstellation erscheint uns die Einführung eines Auktionsmodells prüfenswert.

### 3. Unser Vorschlag

Aufgrund der vorstehend skizzierten Überlegungen schlagen wir vor, unter Anwendung des von Ihnen festgelegten Liquiditätsbegriffs zwischen Rückkäufen für liquide und für illiquide Titel zu unterscheiden (wobei der neue Liquiditätsbegriff den Praxistext noch bestehen muss). Nur bei illiquiden Titeln sollten Rückkäufe zwingend unter Anwendung eines Auktionsverfahrens erfolgen müssen. Bei liquiden Titeln muss alternativ der Rückkauf über die separate Handelslinie möglich bleiben, denn er hat sich bewährt.

### 4. Zum Auktionsverfahren

Im Blick auf die technische Ausgestaltung des Auktionsverfahrens erlauben wir uns folgende Hinweise:

#### 4.1 Zeit, Dauer

Eine Dauer von 60 Minuten erscheint uns sehr lang. Schon bei den Eröffnungs- oder Schlussauktionen, die jeweils 10 Minuten dauern, zeigt sich, dass nur etwas die letzten zwei Minuten von Belang sind.

#### 4.2 Preis

Es muss der Anbieterin möglich sein, einen Preis unterhalb des aktuellen Marktpreises im Zeitpunkt der Auktion einzugeben. Keine Gesellschaft kann sich bei Bekanntgabe der Auktion festlegen, ein bestimmtes Volumen im Markt zu kaufen, ohne den zu entrichtenden Preis zu kennen bzw. in dessen Festlegung frei zu sein. Andernfalls ginge sie ein beträchtliches Marktrisiko ein. Denn sie müsste dem Markt vormittags mitteilen (aufgrund eines Beschlusses am Vorabend und einer Vorlaufzeit), sie verpflichte sich, im Rahmen der Auktion für ein Mindestvolumen einen Geldkurs zu stellen, derweil es den übrigen Marktteilnehmern frei stünde, durch Börsentransaktionen Einfluss auf den Marktpreis in der normalen Handelslinie zu nehmen. Dies führt insbesondere bei illiquiden Titeln zu einem Risiko, das es zu vermeiden gilt.

Unter diesem Gesichtspunkt erscheint auch die lange Zeitspanne zwischen der Bekanntgabe des Volumens vor Börsenbeginn und der Festlegung der Auktion erst nach 16 Uhr problematisch. Eine Durchführung der Auktion bereits in der Eröffnung könnte das Risiko mindern und die Planungssicherheit erhöhen.

#### 4.3 Fünfprozentregel

Uns erscheint unklar, was mit dem Satz gemeint ist: „Die Marktsteuerung der Börse erklärt keine Abschlüsse für ungültig.“ Die Annullierung von Mistrades sollte möglich sein.

#### 4.4 Eignung für private Anleger?

Private Anleger könnten aufgrund Ihres Vorschlags am neuen Auktionsverfahren teilnehmen. Das dürfte für sie eine Benachteiligung gegenüber dem normalen Verfahren und dadurch eine Verletzung der „Best Execution“ zur Folge haben (Art. 5 der Verhaltensregeln für Effekthändler mit Kommentar Ziff. 13). Deshalb wären Vorkehrungen zu überlegen, um dieses Rechtsrisiko auszuschliessen.

#### 4.5 Zur Kursbildung

Was ist die Folge, wenn Geld- und Briefkurs auseinander fallen: Wird trotzdem ein Kurs festgelegt, oder kommt die Auktion nicht zustande? Für eine Klärung der Frage wären wir dankbar.

### 5. Abschliessende Bemerkung

Endlich gilt es zu berücksichtigen, dass mit dem Auktionsverfahren ein weiterer, wichtiger Vorteil der separaten Handelslinie verloren ginge: die Möglichkeit der Gesellschaft, über die separate Linie Verkaufsdruck aufzufangen, indem bei funktionierender Arbitrage kurzfristig auf grössere Verkaufsaufträge in der normalen Handelslinie durch Käufe in der separaten Linie reagiert werden kann.

Grundsätzlich ist festzuhalten, dass die separate Handelslinie gewichtige Vorteile bietet, die sich indirekt auf die Kursbildung der ordentlichen Handelslinie übertragen und so auch dem Publikumsaktionär durch einen stabileren Kurs indirekt die Vorteile der separaten Linie bringen. Bei deren Wegfall entfielen für die Gesellschaften die effizienteste Möglichkeit des Rückkaufs, und das läge auch nicht im Interesse der Aktionäre.

In Ihren Unterlagen zur Vernehmlassung führen Sie aus, es sei allgemein bekannt, dass zwischen Investoren, Börsenteilnehmern und Emittenten oft Vorabsprachen getroffen würden, um einen geplanten Abschluss vorzubereiten. Es entzieht sich unserer Kenntnis, worauf sich diese Aussage stützt. Solche Absprachen verletzen die Chancengleichheit nicht grundsätzlich, insbesondere dann nicht, wenn die Emittentin auch nach Zustandekommen eines vorbesprochenen Abschlusses im Verhältnis zum aktuellen Marktpreis in der normalen Handelslinie zu gleichen oder besseren Konditionen weiterhin Preise in der separaten Linie stellt. Entsprechend könnte der Gefahr einer Verletzung der Chancengleichheit durch eine Auflage an die Emittentin begegnet werden, nach Ausführung eines vorbesprochenen Abschlusses zu gleichen Konditionen noch für ein paar Minuten Preise zu stellen.

Wir hoffen auf Ihre wohlwollende Prüfung unserer vorstehenden Ausführungen und stehen Ihnen auf Wunsch für Ihre Rückfragen oder ein Gespräch gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse  
Schweizerische Bankiervereinigung



Renate Schwob

Christoph Winzeler

Übernahmekommission  
Selnaustrasse 30  
Postfach  
CH-8021 Zürich

16. April 2010

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

Sehr geehrter Herr Präsident  
Sehr geehrte Damen und Herren

Am 22 März 2010 hat die Übernahmekommission zeitgleich mit der Publikation der Neufassung des „UEK-Rundschreiben Nr. 1: Rückkaufprogramme“ eine öffentliche Vernehmlassung zur geplanten Revision der separaten Handelslinie (sog. „zweite Handelslinie“) eröffnet. Für die Gelegenheit hierzu Stellung nehmen zu können, danken wir Ihnen und unterbreiten Ihnen nachfolgend unsere Überlegungen.

**Grundsatz.** Die aktive Bewirtschaftung des Aktienkapitals durch den Erwerb eigener Aktien entspricht einem ausgewiesenen Bedürfnis der Emittenten.<sup>1</sup> Grundsätzlich können Emittenten ihre Aktien auf mehrere Arten zurückkaufen, eine davon ist der Rückkauf unter einem öffentlich bekannt gegebenen Rückkaufprogramm zum Marktpreis auf einer *zweiten Handelslinie*. Die Einrichtung einer zweiten Handelslinie, auf der eigene Aktien zum Zweck der Vernichtung zurückgekauft werden, ist steuerrechtlich bedingt, um einerseits die durch den Rückkauf ausgelöste Verrechnungsteuerpflicht auf den Andierer überwälzen zu können und um andererseits dem Andierer eine geringfügige Prämie für den Zweitwert der Verrechnungsteuerrückforderung ausrichten zu können.

---

<sup>1</sup> Vgl. hierzu THOMAS WERLEN/STEFAN SULZER, Erwerb eigener Aktien, in: Unternehmen – Transaktion – Recht, Liber Amicorum für Rolf Watter, hrsg. von Nedim P. Vogt, Eric Stupp und Dieter Dubs, Zürich/St. Gallen 2008, 493–511.

Der Emittent ist nach Art. 717 Abs. 2 OR verpflichtet, die Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen gleich zu behandeln. Entsprechend hat ein Emittent auch beim Aktienrückkauf, bei dem immer nur ein Teil der Aktien zurückgekauft werden, die Aktionäre gleich zu behandeln, was namentlich in Bezug auf die betreffenden Aktien bzw. die Auswahl der Aktionäre besondere Fragen aufwirft. Der Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre ist hierbei fundamentale Voraussetzung für das Funktionieren eines auf wirtschaftsliberaler Basis beruhenden Marktes. Die Absicht der Übernahmekommission diesen Grundsatz im Rahmen von Aktienrückkaufprogrammen zu verwirklichen und durchzusetzen ist entsprechend zu begrüßen.

**Schwachstelle des geltenden Systems der zweiten Handelslinie.** Die Übernahmekommission sieht unter dem geltenden System der zweiten Handelslinie den Gleichbehandlungsgrundsatz aufgrund einer mangelnden Chancengleichheit der Andienenden auf der zweiten Handelslinie gefährdet. Diese Gefährdung sieht sie praktisch ausschliesslich in einer „*allgemein bekannten*“ Handlungsweise zwischen Investoren und Börsenteilnehmern und/oder Emittenten, einen geplanten Abschluss durch Vorabgespräche vorzubereiten (sog. *trading by appointment*), weil dadurch ein fairer und transparenter Handel verhindert wird.

Um die Schwachstelle des geltenden Systems zu beheben und um entsprechend den Gleichbehandlungsgrundsatz zu verwirklichen, schlägt die Übernahmekommission vor, das gegenwärtige System der zweiten Handelslinie durch ein Auktionsmodell zu ersetzen.

**Wenig überzeugende Gründe für einen Systemwechsel.** Die von der Übernahmekommission in den Vernehmlassungsunterlagen angeführten Gründe für einen Wechsel zu einem Auktionsmodell teilen wir nicht ohne weiteres und zwar aus folgenden Gründen:

*Erstens* liegt in der geringfügig besseren Preisstellung auf der zweiten Handelslinie nicht *per se* eine Ungleichbehandlung der Aktionäre, sondern, sofern sie innerhalb der vorgegebenen regulatorischen Schranken gestellt sind, eine notwendige Abgeltung für unterschiedliche steuerliche Behandlung im Vergleich zum Handel auf der ersten Handelslinie und mithin eine Gleichbehandlung der Aktionäre unter gleichen Voraussetzungen bzw. in dem Sinne eine Ungleichbehandlung unter ungleichen Voraussetzungen.

*Zweitens* weist die Übernahmekommission in keinerlei Weise nach, ob es sich bei den vorabgesprochenen Geschäften um eine weit verbreitete Handlungsweise oder einzig um eine auf Einzelfälle beschränkte Machenschaft handelt. Im letzteren Fall wäre ein

vollständige Wechsel vom System der zweiten Handelslinie zu einem Auktionsmodell möglicherweise unverhältnismässig und das Ziel der Chancengleichheit der Aktionäre könnte durch ein geeigneteres Mittel wie etwa die Verpflichtung die zweite Handelslinie über eine bestimmte Zeit offenzuhalten oder die Verpflichtung mehr als nur eine Transaktion durchzuführen erreicht werden.

*Drittens* tätigt Novartis unter den von der Übernahmekommission genehmigten Rückkaufsprogrammen keine vorabgesprochenen Rückkäufe auf der zweiten Handelslinie wie es die Übernahmekommission in den Vernehmlassungsunterlagen aufzeigt. Vielmehr werden während einer Periode, während der auf der zweiten Handelslinie Rückkäufe getätigt werden sollen, typischerweise laufend Geldkurse gestellt, ohne dass der Abschluss mit einem bestimmten Andierer beabsichtigt wäre.

*Viertens* treten heute als Andierer von Aktien auf der zweiten Handelslinie vielfach Arbitrage-Desks von Banken auf. Mit dem Kauf der Aktien auf der ersten und dem Verkauf dieser Aktien auf der zweiten Handelslinie erzielen sie durch die verrechnungssteuerrechtlichen Besonderheiten auf der zweiten Handelslinie einen kleinen Arbitragegewinn. Um ihr Handelsbuch nicht zu belasten tätigen die Banken die beiden Transaktionen typischerweise kurz hintereinander. Nach unserer Erfahrung treten demgegenüber institutionelle Investoren kaum als Andierer von Aktien auf der zweiten Handelslinie auf, weil erstens die auf der zweiten Handelslinie gebotene Prämie im Vergleich zum steuerrechtlichen Abrechnungsaufwand zu gering ist und weil zweitens institutionelle Investoren ihre Verkaufsaufträge wegen der Beurteilbarkeit der Ausführungseffizienz typischerweise über Banken als „VWAP over day“ Aufträge zur Abwicklung auf der ersten Handelslinie plazieren.

Aus unserer Sicht können wir die von der Übernahmekommission aufgezeigten Schwachstellen beim System einer zweiten Handelslinie nicht feststellen. Vielmehr scheint bei einem *liquiden Handel auf der ersten Handelslinie*, wie dies bei den Novartis Titeln der Fall ist, die zweite Handelslinie ein effizientes Mittel zu sein, um den steuerrechtlichen Besonderheiten beim Aktienrückkauf zur Vernichtung Rechnung zu tragen.

Freilich könnte die Beurteilung der Effizienz der zweiten Handelslinie bei einem *illiquiden Handel auf der ersten Handelslinie* anders ausfallen. Die Vernehmlassungsunterlagen geben keinerlei Anhaltspunkte, dass die Liquidität im Handel der Titel in die Beurteilung der Schwachstellen des gegenwärtigen Systems eingeflossen wäre bzw. ob und inwieweit die Liquidität im Handel der Titel die Effizienz der zweiten Handelslinie steigert.

**Vorgeschlagenes Auktionsmodell.** Die Übernahmekommission schlägt vor, das System einer zweiten Handelslinie durch ein solches einer Auktion mit Meistausführungsprinzip zu ersetzen. Unter der Annahme eines liquiden Handels auf der ersten Handelslinie, wie dies für die Novartis Titel der Fall ist, würde das neue Modell dazu führen, dass Arbitrage-Desks kaum mehr als Verkäufer auftreten würden, weil sie den Kauf auf der ersten Handelslinie mit dem Verkauf über die Auktion zeitlich kaum mehr abstimmen könnten bzw. sich die einstündige Auktion auf die letzten Minuten vor Ende der Auktion beschränken würde. Ausserdem wäre die Auktion für den Andienenden mit der Ungewissheit belastet, dass nicht alle angedienten Aktien in der Auktion berücksichtigt werden. Arbitrage-Desks sind kaum bereit, das Risiko zu übernehmen, wegen in einer Auktion nicht berücksichtigter Handelsaufträge ihre Handelsbücher zu belasten.

Zu berücksichtigen ist überdies, dass nach Abschluss der Aktienrückkauf-Auktion (17:00 Uhr) kurz darauf auf der ersten Handelslinie die Schlussauktion durchgeführt wird. Je nachdem, wie die Andierer in der Aktienrückkauf-Auktion berücksichtigt wurden, kann sich die Volatilität in der Schlussauktion auf der ersten Handelslinie erhöhen bzw. zu unerwünschten Verzerrungen führen.

Gestützt auf die gemachten Ausführungen ist anzunehmen, dass die Arbitrage-Desks im vorgeschlagenen Auktionsmodell für den Rückkauf von Aktien kaum teilnehmen werden. Institutionelle Investoren bzw. andere Investoren, die ihre Aktien nach dem Buchwertprinzip bilanzieren, werden wohl nur dann ihre Aktien auf einer Auktion andienen, wenn die Prämien höher sind, als diejenigen wie bis anhin auf der zweiten Handelslinie gebotenen. Unter Umständen würde die Einführung eines Auktionsmodells dazuführen, dass entweder überhaupt keine Aktien in einer Auktion angeboten werden, bzw. eine solche nur durchgeführt werden kann, wenn höhere Prämien geboten werden. Diese Auswirkungen wären weder im Einklang mit der Schaffung effizienter Märkte noch mit den Interessen der Emittenten.

Gemäss dem Term Sheet der SIX Swiss Exchange hat die Ankündigung einer Auktion zwischen dem Handelsschluss des Vortages der Auktion und bis 90 Minuten vor Beginn des Handelstages der Auktion zu erfolgen. Namentlich falls kursrelevant wird eine Ankündigung am Vorabend der beabsichtigten Auktion bei Emittenten mit einem Aktienhandel an einer ausländischen Börse, wie etwa an der NYSE, nicht in Frage kommen bzw. besondere Probleme aufwerfen. Die Festlegung des Rückkaufvolumens in der Ankündigung einer Auktion erlaubt dem Emittenten überdies nicht, auf das tatsächliche Marktvolumen des Handelstages einzugehen. Schliesslich können sich

aus der vorgängigen Volumenankündigung negative Auswirkungen auf den Handel auf der ersten Handelslinie ergeben.

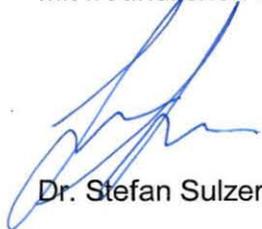
**Ergebnis.** Unseres Erachtens würde das vorgeschlagene *Auktionsmodell erhebliche Nachteile für Emittenten bringen*, deren Aktien auf der ersten Handelslinie in einem liquiden Markt gehandelt werden. Es wäre nicht ausgeschlossen, dass entweder keine Andeiner im Auktionsmodell auftreten oder dass Emittenten eine bedeutend höhere Prämie ausrichten müssten, um überhaupt Aktien in einer Auktion zurückkaufen zu können.

Bei einem illiquiden Markt sehen wir zugegebenermassen, dass ein Aktienrückkauf mittels Auktion die Chancengleichheit der Aktionäre gewährleisten kann. Dies allein rechtfertigt indes nicht, das bestehende Modell der zweiten Handelslinie aufzugeben und stattdessen als einziges Modell eine Auktion einzuführen.

Wir regen daher an, sehr geehrter Herr Präsident, sehr geehrte Damen und Herren, das vorgeschlagene Auktionsmodell zu überdenken bzw. allenfalls eine für die unterschiedlichen Bedürfnisse der Emittenten angepasste und angemessene Lösung vorzuschlagen. *Unsere Haltung gegenüber dem vorgeschlagenen Auktionsmodell ist nach den gemachten Ausführungen entsprechend ablehnend.*

Wir danken Ihnen, dass wir die Gelegenheit hatten, zur geplanten Revision der separaten Handelslinie Stellung zu nehmen, und hoffen auf eine wohlwollende Prüfung unserer Überlegungen.

Mit freundlichen Grüßen



Dr. Stefan Sulzer



Felix Senn

23. April 2010

Übernahmekommission  
Sekretariat  
Selnaustrasse 30  
Postfach  
8021 Zürich

per Email an [counsel@takeover.ch](mailto:counsel@takeover.ch)

## Entwurf Neues Auktionsmodell für Rückkaufprogramme zum Marktpreis über eine separate Handelslinie – Vernehmlassung

Sehr geehrter Herr Präsident  
Sehr geehrte Damen und Herren

Sie haben uns, zeitgleich mit der Publikation des neuen UEK-RS Nr. 1 Rückkaufprogramme, mit Schreiben vom 22. März 2010 eingeladen, zum Entwurf eines neuen Auktionsmodells für Rückkaufprogramme zum Marktpreis über eine separate Handelslinie Stellung zu nehmen. **SwissHoldings** vereinigt u.a. 33 grosse schweizerische Publikumsgesellschaften, die zusammen die bedeutendste Emittentengruppe an der SIX Swiss Exchange ausmachen und nimmt deshalb gerne die Gelegenheit wahr, sich wie folgt zum vorgeschlagenen Auktionsmodell zu äussern.

### 1 Vorbemerkungen

SwissHoldings unterstützt eine den **Grundsatz der Gleichbehandlung** beachtende Art der Abwicklung von Aktienrückkauf-Programmen über die separate Handelslinie. Wir sind allerdings überrascht, ohne vorgängige Ankündigung plötzlich ein **grundlegend anderes technisches Rückkaufmodell** vorgelegt zu erhalten, zumal gleichzeitig das seit längerem erwartete revidierte Rundschreiben über Rückkaufprogramme publiziert und in Kraft gesetzt wird. Unsere kotierten Mitgliedunternehmen sind klar der Auffassung, dass sich **das bisherige Modell „separate Handelslinie“ bewährt** hat. Wir hätten es deshalb sehr begrüsst, wenn wir in die Überlegungen der Arbeitsgruppe der UEK, der SIX Swiss Exchange und der FINMA miteinbezogen worden wären.

Für die auch in der laufenden Aktienrechtsrevision angestrebte **Flexibilisierung der Eigenkapitalbewirtschaftung** durch Publikumsgesellschaften bleibt die Abwicklung von Aktienrückkaufprogrammen zentral. Das nun vorgeschlagene neue Verfahren beim Rückkauf zu Marktpreisen würde zusätzlich zu den Neuerungen des RS Nr. 1 **erhebliche Unsicherheiten** schaffen darüber, wie Aktienrückkäufe inskünftig durchgeführt werden können. Neben den nachfolgend dargelegten **Zweifeln an der Tauglichkeit des vorgeschlagenen Auktionsmodells**, die beabsichtigten Ziele zu erreichen, halten wir deshalb ganz grundsätzlich dafür, dass mit der Einführung eines neuen Abwicklungsmodells zugewartet werden sollte, bis sich die neuen Regelungen des RS Nr. 1 in der Praxis etabliert haben.

## 2 Geltend gemachte Schwächen des aktuellen Systems

Sie führen in Ihren Unterlagen zur Vernehmlassung aus, dass die Abwicklung von Rückkäufen über die separate Handelslinie (Rückkäufe zum Marktpreis) zu **Ungleichbehandlungen von Investoren** führen kann bzw. geführt hat. Vorabgesprochene Geschäfte verhinderten einen fairen und transparenten Handel und stellten deshalb die Gleichbehandlung von Investoren nicht sicher. Leider finden sich zu diesem geltend gemachten Mangel des aktuellen Systems keine quantitativen Angaben in den Vernehmlassungsunterlagen. Wir bezweifeln deshalb, dass die angeführten Argumente es in qualitativer und quantitativer Hinsicht rechtfertigen, den etablierten Rückkaufmodus über eine separate Handelslinie abzuschaffen.

Eine grundlegende Ungleichbehandlung findet ihre Ursache natürlich in erster Linie in den **unterschiedlichen steuerlichen Konsequenzen** eines Verkaufs von Beteiligungspapieren über die ordentliche oder über die separate Handelslinie. Dies schliesst zum Vorneherein gewisse Investoren von der Teilnahme an Rückkäufen zum Marktpreis über die 2. Handelslinie aus. Dies scheint uns solange als unproblematisch, als ein **liquider Handel auf der ordentlichen Handelslinie** stattfindet oder grössere Pakete auch über andere Handelsplattformen verkauft werden können. Für einen insbesondere für private Investoren mit Steuerdomizil Schweiz liquiden Handel sorgen hierfür gerade Marktteilnehmer, die Rückkaufvolumen über die erste Handelslinie aufbauen, um sie auf der separaten Handelslinie der rückkaufenden Emittentin anzudienen. Insofern erachten wir diese Tätigkeit von Marktteilnehmern nicht als eine Ausprägung einer Ungleichbehandlung, sondern ganz im Gegenteil als das Anbieten einer Gelegenheit, auch Privatinvestoren den Verkauf, m.a.W. die Teilnahme an Rückkäufen zum Marktpreis, zu ermöglichen. Institutionelle Investoren bzw. solche, die dem steuerlichen Buchwertprinzip unterliegen, können ebenfalls ohne weiteres – liquider Handel vorausgesetzt – auf der 1. Handelslinie verkaufen.

Abgesehen vom Vorstehenden haben uns Mitgliedfirmen bestätigt, dass sie sehr wohl auf der separaten Handelslinie **regelmässig Geldkurse stellen bzw. stellen lassen**, ohne Absicht, einem bestimmten Investor den Verkauf zu ermöglichen. Der gesellschafts- und börsenrechtliche Grundsatz der Gleichbehandlung der Aktionäre gilt selbstverständlich auch beim Stellen von Geldkursen auf der separaten Handelslinie. Emittenten haben schliesslich ein Interesse daran, die Rückkaufsvolumen so günstig und effizient wie möglich zu erreichen; eine Ungleichbehandlung wie geltend gemacht würde diesem Ziel zuwiderlaufen.

## 3 Überlegungen zum vorgeschlagenen neuen Auktionsmodell

Gemäss den Vernehmlassungsunterlagen der UEK und dem Term Sheet der SIX Swiss Exchange sollen die **Auktion vorangekündigt** werden (vgl. Ziff. 3.1 hiernach) und **zeitlich befristet** sein (vgl. Ziff. 3.2 hiernach) und der maximal 5%ige Aufschlag des Auktionspreises aufgrund des „**letztbezahlten**“ Preises auf der 1. Handelslinie berechnet werden (vgl. Ziff. 3.3 hiernach).

### 3.1 Ad Ankündigung einer Auktion

Mit der Pflicht zur Ankündigung der Auktion bis 90 Minuten vor Handelsbeginn auf der 1. Handelslinie unter Angabe des beabsichtigten Rückkaufsvolumens kann die Emittentin **nicht auf das effektive Marktvolumen des Handelstages eingehen** und das Rückkaufvolumen entsprechend dem Markt erhöhen. Zudem droht allein die Vorankündigungspflicht des Rückkaufsvolumens den **Handel auf der ordentlichen Handelslinie zum Nachteil der Emittentin stark zu beeinflussen**.

### 3.2 Ad zeitliche Befristung der Auktion

Die zeitliche Befristung würde wohl dazu führen, dass der **Kurs auf der ordentlichen Handelslinie wesentlich beeinflusst bzw. verfälscht** würde. Konkret dürfte der Börsenkurs einen kurzfristigen Aufwertungsdruck erhalten, der Rückkäufe einseitig zulasten der Emittentin entweder zu verteuern oder betreffend angestrebte Volumen zu beeinträchtigen drohen würde. Die Möglichkeit, den Geldkurs zu verändern, wird **gerade jene Gesellschaften „bestrafen“, deren Aktien einen liquiden Handel auf der ordentlichen Handelslinie aufweisen**. Diese Konstellation dürfte nämlich in der Realität besonders stark preistreibend wirken. Will eine Emittentin in einem solchen Kontext ihr angestrebtes Volumen in der Auktion erzielen, dürfte sie gezwungen sein, den Geldkurs ständig zu erhöhen, was sich entsprechend auf den Handel in der ordentlichen Linie auswirken würde. **Diese Entwicklung könnte sich eigendynamisch verstärken, was Rückkäufe allein aufgrund des „Designs“ der Rückkaufmodalität (d.h. ohne fundamentale ökonomische Gründe) verteuern würde.**

Erschwerend müsste sich in diesem Kontext auswirken, dass sich **kaum Marktteilnehmer als „Arbitrageure“** finden würden, die auf der ordentlichen Handelslinie Aktien erwerben würden, um sie auf der separaten Linie zu verkaufen. **Selbst den verkaufswilligen Investoren wäre damit kaum gedient:** Jene, die aus steuerlichen Gründen nur über die ordentliche Handelslinie verkaufen könnten, könnten die Konditionen ihres Verkaufs schlecht steuern. Und jene, die auch in der Auktion verkaufen könnten, wären ebenfalls nicht sicher, ob ihr geplanter Verkauf überhaupt bzw. zum vorgestellten Verkaufspreis oder in der vorgestellten Höhe zustande käme.

### 3.3 Ad Referenzpreis als letztbezahlter Preis auf der ordentlichen Handelslinie

Aufgrund der uns zur Verfügung stehenden Unterlagen verstehen wir den letztbezahlten Preis auf der ordentlichen Handelslinie als jenen Preis, zu dem am entsprechenden Handelstag zum letzten Mal eine börsliche Transaktion auf der 1. Handelslinie zustande kommt. Damit steht aber dieser Preis zum Zeitpunkt des Beginns der Auktion noch nicht fest. Ob der im Auktionsverfahren – ohne Kenntnis dieses nachmaligen letztbezahlten Preises – zustande kommende einheitliche Transaktionspreis (Auktionspreis) die **maximale 5%-Differenz zum Referenzpreis** einhält, kann damit aber **kaum gewährleistet** werden. Es stellt sich deshalb die Frage, ob der Referenzpreis, wollte man am vorgeschlagenen Auktionsmodell festhalten, nicht dem auf der ordentlichen Handelslinie letztbezahlten Preis **vor** Beginn der Auktion entsprechen sollte. Solcherart könnte das **„Spiel“ von Angebot und Nachfrage während dem Auktionsverfahren** wieder von sachfremden Einflussfaktoren befreit werden (und wäre auch für die Investoren wieder berechenbarer, da sie ihrerseits ja keinen Anspruch darauf haben, dass die Emittentin während der Auktion den Geldkurs erhöht).

## 4 Fazit

Es stellt sich aufgrund unserer Beurteilung anhand der zur Verfügung stehenden Angaben deshalb die **Frage, ob das Auktionsmodell in der vorgeschlagenen Ausgestaltung wirklich den Interessen aller Beteiligten nachkommen kann, geschweige denn ob dies dem neuen Modell besser gelänge als dem bestehenden.**

Ob der Handel im betreffenden Beteiligungspapier auf der ordentlichen Handelslinie liquid ist, dürfte für die **Gleichbehandlung aller Investoren** nach wie vor das entscheidende Kriterium sein. Die Beteiligungspapiere unserer kotierten Mitgliedfirmen gehören zu den liquidesten Titeln an der SIX Swiss Exchange. Diese Liquidität scheint uns einer **umfassend verstandenen**

**Gleichbehandlung** im Sinne einer Chancengleichheit für alle Investoren, Aktien verkaufen zu können, am ehesten zu dienen. In diesem Zusammenhang sollte die liquiditätsfördernde Rolle der „Arbitrageure“, die im Rahmen des Auktionsmodells kaum mehr auftreten dürften, nochmals bedacht werden. Es gilt gerade mit Blick auf das Ziel von „faireren“ Rückkaufmodalitäten zu verhindern, dass **durch ein neues Abwicklungsmodell die Liquidität bei Rückkäufen zum Marktpreis beeinträchtigt** würde. Damit würden Emittenten wie Investoren gleichermassen in der Durchführung dieser Transaktionen behindert.

Es scheint uns deshalb unabdingbar zu sein, vor der Einführung eines neuen Modells wie dem vorgeschlagenen Auktionsverfahren zu prüfen, **welche anderen Möglichkeiten bestehen, um die geltend gemachten Mängel des aktuellen Rückkaufmodells auszumerzen**. Insbesondere müsste, wollte man bei einem Auktionsmodell bleiben, eingehender geprüft werden, welche Auswirkungen dieses neue Verfahren auf die Durchführung von Rückkäufen in der Praxis haben könnte.

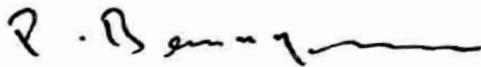
Aufgrund dieser offenen Fragen sollte unseres Erachtens die **Einführung des vorgeschlagenen Auktionsmodells nochmals kritisch hinterfragt** werden. SwissHoldings würde es dabei sehr begrüßen, wenn bei der konkreten Ausgestaltung die **Erfahrung von mit Rückkaufprogrammen befassten Treasurer aus dem Kreis der Emittenten berücksichtigt** werden könnte. Auch mit Blick auf das am 1. Juni 2010 in Kraft tretende totalrevidierte Regime gemäss UEK RS Nr. 1 scheint uns zudem eine Einführung eines wie auch immer ausgestalteten neuen Modells auf anfangs 2011, wie von der UEK unseres Wissens beabsichtigt, verfrüht zu sein.

Wir danken Ihnen für die Möglichkeit zur Stellungnahme und für die Berücksichtigung unserer Anliegen in diesem für unsere Mitgliedfirmen wichtigen Bereich. Für eine weiterführende Besprechung unserer Argumente 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