

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA  
Noël Bieri  
Laupenstrasse 27  
3003 Bern

zugestellt per Mail an:  
[finfravfinma@finma.ch](mailto:finfravfinma@finma.ch)

Basel, 6. Oktober 2015  
A.033/CWI/EGY

## **Stellungnahme Anhörung zur Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA (FinfraV-FINMA)**

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf die Einladung vom 20. August 2015 zur Stellungnahme betreffend die Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA.

Wir bedanken uns für die Anhörung in dieser für die Finanzbranche sehr wichtigen Angelegenheit und die Erstreckung der Abgabefrist bis zum 6. Oktober 2015. Gerne nehmen wir die Gelegenheit zur Stellungnahme wahr und unterbreiten Ihnen nachfolgend unsere Anliegen.

### **A. Allgemeine Bemerkungen**

Im Zusammenhang mit der Regelung der Derivate, die einer Pflicht zur Abrechnung über eine zentrale Gegenpartei unterliegen sollen, möchten wir lediglich darauf hinweisen, dass eine enge Zusammenarbeit mit den ausländischen Behörden und zentralen Gegenparteien bzw. Abstimmung der Entscheide zwingend notwendig sein wird. Ein allfälliger „Swiss Finish“ wäre in der Schweiz nicht durchsetzbar, soweit die relevanten Finanzmarktinfrastrukturen (CCPs) im Ausland angesiedelt sind. Zudem muss richtigerweise auch der Beginn der Clearingpflicht mit den ausländischen, und zwar insbesondere den europäischen Bestimmungen in Einklang gebracht werden (was im Erläuterungsbericht denn auch erwähnt ist, wonach die Abrechnungspflichten „weitgehend deckungsgleich“ ausfallen sollten).

Der Erläuterungsbericht hält im Zusammenhang mit dem Offenlegungs- und Übernahmerecht fest, dass im Wesentlichen die Anpassungen auf Gesetzesstufe nachvollzogen würden und die historisch gewachsenen Verordnungsbestimmungen gestrafft bzw. vereinfacht werden sollen. Verschiedene Erleichterungen, wie bspw. der Verzicht auf die Auflistung der gesamten „Kette“ zwischen indirektem Halter und direktem Halter, oder die Reduktion der Sachverhalte, welche zu einer Änderungsmeldung führen, sind sehr begrüssenswert. In gewissen Punkten sehen wir jedoch keine Straffung oder Ver-

einfachung: Einzelne neue Bestimmungen führen u.E. teilweise umgekehrt (evtl. ungewollt) zu Unsicherheit bzw. Mehraufwänden und Mehrkosten. Insbesondere die separate Meldepflicht des wirtschaftlich Berechtigten einerseits und des zur Ausübung der Stimmrechte Berechtigten andererseits führt nicht nur zu Rechtsunsicherheit und Mehraufwand, sondern in gewissen Konstellationen auch zu abwegigen Resultaten. Mit grossem Aufwand und erheblichen Kosten wurden das neue Offenlegungsrecht für Finanzinstrumente, Beteiligungspapiere, SLB- und Repo-Geschäfte umgesetzt. Es ist nicht nachvollziehbar, weshalb die erst 2007 / 2008 eingeführten Grundsätze ohne ersichtlichen Grund erneut abgeändert werden sollen. Das wiederum wird einen hohen Implementierungsaufwand nach sich ziehen. Die aktuell gültigen Regeln haben sich bewährt, die Marktteilnehmer konnten ihre Pflichten mit relativ grosser Sicherheit abschätzen, und die vom Offenlegungsrecht bezweckte Transparenz war ausreichend gewährleistet. Die neu vorgesehenen Bestimmungen erhöhen die Rechtsunsicherheit in nicht zu unterschätzendem Ausmass, und führen zu keiner erhöhten Transparenz. Die fraglichen Bestimmungen sind deshalb u.E. dringend zu überdenken.

Wir beschränken uns nachfolgend auf Bemerkungen zu jenen Bestimmungen, die aus unserer Sicht eine Verschlechterung bzw. erhebliche Unsicherheit in der Rechtsanwendung nach sich zögen.

## B. Zu den einzelnen Bestimmungen

### Meldepflicht

#### *Art. 2 Zu meldende Abschlüsse*

Die Meldepflicht wird ohne gesetzliche Grundlage auf „Finanzinstrumente“ ausgeweitet. Wir sind klar gegen eine Ausweitung der Meldepflicht auf Verordnungsstufe und schlagen daher vor, Art. 37 FinfraV entsprechend anzupassen (siehe Beilage, Stellungnahme SBVG zu FinfraV vom 6. Oktober 2015).

#### *Art. 3 Inhalt der Meldung*

Wir schlagen daher vor, lit. k zu streichen.

#### *Formulierungsvorschlag zu Art. 3*

Die Meldung enthält folgende Angaben:

[...]

~~k. eine standardisierte Referenz bei Kundengeschäften, die die Identifikation des wirtschaftlich Berechtigten des Geschäfts ermöglicht.~~

### Offenlegung von Beteiligungen

#### *Art. 10 Grundsätze und 22 Inhalt der Meldung*

Art. 120 FinfraG führt eine Meldepflicht des wirtschaftlich Berechtigten sowie desjenigen ein, der die Stimmrechte an Beteiligungspapieren nach freiem Ermessen ausüben kann. Der Begriff des „wirtschaftlich Berechtigten“ unterliegt im Börsenrecht einer autonomen Auslegung. Obschon gewisse Kriterien für diese Abgrenzung entwickelt wurden, fehlt es bislang an einer klaren Definition dieses Begriffs. **Eine klare Abgrenzung vom „wirtschaftlich Berechtigten“ und zur Ausübung des Stimmrechts Berech-**

**tigten wird deshalb in der Praxis nicht immer möglich sein.** Angesichts dessen und des Umstandes, dass die FinfraV-FINMA unterschiedliche Rechtsfolgen mit dieser Abgrenzung verknüpft, erscheint uns dies äusserst problematisch.

**Als wenig sachgerecht erachten wir diese Unterscheidung besonders in Konzernverhältnissen sowie bei Effektenleihen und vergleichbaren Geschäften.**

In Konzernverhältnissen ergeben sich aufgrund der neu eingeführten Differenzierung zwischen dem wirtschaftlich Berechtigten (der Muttergesellschaft) und dem zur Ausübung des Stimmrechts Berechtigten (je nach Ausgestaltung der Regelung zur Stimmrechtsausübung der einzelnen Tochtergesellschaft oder mehrerer Tochtergesellschaften) viele offenen Fragen bezüglich der Meldepflicht. Unklarheit ist unbedingt zu vermeiden, und die Bestimmungen sind daher entsprechend zu präzisieren. Durch die neu vorgesehene Meldung des direkten Halters von Beteiligungspapieren (unabhängig davon, ob dieser das damit verbundene Stimmrecht effektiv ausübt oder nicht) und der wirtschaftlich an der gesamten Gruppe Berechtigten werden bereits sämtliche relevanten Informationen geliefert. Ein Grund für eine weitergehende, mit erheblichen Rechtsunsicherheiten verbundene Meldepflicht ist nicht ersichtlich.

Auch im Bereich der Effektenleihe und vergleichbarer Geschäfte erscheint uns die fehlende Klarheit in der Abgrenzung des wirtschaftlich Berechtigten vom zur freien Stimmrechtsausübung Berechtigten problematisch. Die Ausführungen der FINMA zu Art. 17 sind missverständlich und zeigen auf, wie uneinheitlich und auch schwierig die Abgrenzung dieser Begriffe im Einzelfall wäre. Bei SLB- und Repo-Geschäften erwirbt der Borger bzw. Käufer das Eigentum an den fraglichen Titeln und ist somit wirtschaftlich Berechtigter. Der Ausleiher bzw. Verkäufer, der das Eigentum erst wieder bei Rückübertragung der Titel erwirbt, ist demgegenüber – bis zur Rückübertragung – kein wirtschaftlich Berechtigter, sondern allenfalls ein zur Stimmrechtsausübung Berechtigter.

Aus den erwähnten Gründen ist unbedingt klarzustellen, dass Stimmrechte, für die ein wirtschaftlich Nicht-Berechtigter zur Ausübung befugt ist, demjenigen zuzurechnen sind, der den zur Stimmrechtsausübung Berechtigten kontrolliert, mithin **das „letzte Glied in der Kette“**. Dies entspricht der mittlerweile während fast 20 Jahren gelebten Regelung, die sich in der Praxis bewährt hat und von den Marktteilnehmern verstanden wird.

Aus den obgenannten Gründen schlagen wir folgende **Anpassungen** vor:

*Formulierungsvorschlag zu Art. 10*

<sup>1</sup> [...]

<sup>2</sup> Keine Meldepflicht entsteht, wenn:

a. [...]

b. [...]

c. [...]

d. Die Meldepflicht für die mit der Ausübung der Stimmrechte nach freiem Ermessen berechnete Person entfällt in Konzernverhältnissen;

e. Die Meldepflicht für die mit der Ausübung der Stimmrechte nach freiem Ermessen berechnete Person entfällt für Effektenleihe und vergleichbare Geschäfte.

*Vorschlag zu Art. 13*

Abs. 2 und 3: streichen

Vorschlag zu Art. 22  
Abs. 2 lit. a: streichen

*Art. 15 Beteiligungsderivate*

Den Begriff der Beteiligungsderivate mit Stimmrechten zu verknüpfen, erscheint uns nicht sinnvoll. Eine Neuregelung nur nach wenigen Jahren seit Inkrafttreten des revidierten Offenlegungsrechts ist wie bereits ausgeführt, nicht angebracht. Bei der Beurteilung einer Meldepflicht von Finanzinstrumenten mit Barausgleich sollte nicht auf die Vermittlung von Stimmrechten oder die Unterscheidung zwischen börslich und ausserbörslich gehandelten Beteiligungsderivaten abgestellt werden. **Wir schlagen deshalb vor, den aktuellen Art. 15 Abs. 1 BEHV-FINMA unverändert beizubehalten.**

Art. 15 Abs. 2 lit. c geht von der Annahme aus, dass ausserbörslich gehandelte Beteiligungsderivate, die einen Barausgleich vorsehen, Stimmrechte über Beteiligungspapiere vermitteln können und somit der Meldepflicht unterliegen. Diese Annahme trifft gewöhnlich – abgesehen von klaren Missbrauchsfällen – nicht zu. Andererseits begründet Art. 15 Abs. 3 die widerlegbare Vermutung, dass börslich gehandelte Beteiligungsderivate, die einen Barausgleich vorsehen, im Ergebnis keine Stimmrechte vermitteln, solange die daraus resultierenden Anrechte 15 % nicht übersteigen. Es fehlen Anhaltspunkte, wonach diese Vermutung nicht zuträfe. Auch wenn letztere Bestimmung eine Erleichterung (i.S. einer Reduktion der Meldepflichten) für die meldepflichtigen Unternehmen bezweckt, ziehen wir eine konstante, einheitliche Praxis für die Meldepflicht von Beteiligungsderivaten vor. Daher ist bei der Beurteilung der Meldepflicht von Beteiligungsderivaten auf eine **Unterscheidung von börslich und ausserbörslich gehandelten Beteiligungsderivaten bzw. auf das Kriterium der Stimmrechtsvermittlung zu verzichten.**

*Formulierungsvorschlag zu Art. 15*

<sup>1</sup> [...]

<sup>2</sup> Zu melden sind der Erwerb oder die Veräusserung von Beteiligungsderivaten mit Realerfüllung oder Barausgleich, die Stimmrechte über die Beteiligungspapiere vermitteln oder im Ergebnis vermitteln können. Dies umfasst namentlich:

a. [...]

b. [...]

c. ~~ausserbörslich gehandelte~~ Beteiligungsderivate, die einen Barausgleich vorsehen oder zulassen, sowie weitere Differenzgeschäfte.

<sup>3</sup> ~~Es wird vermutet, dass börslich gehandelte Beteiligungsderivate, die einen Barausgleich vorsehen, im Ergebnis keine Stimmrechte vermitteln oder vermitteln können, solange die Anrechte oder Anwartschaften aus solchen Beteiligungsderivaten zusammen mit den übrigen Erwerbspositionen nach Artikel 14 Absatz 1 Buchstabe a den Stimmrechtsanteil von 15 Prozent nicht erreichen oder überschreiten.~~

*Art. 17 Effektenleihe und vergleichbare Geschäfte*

Wir schlagen vor, **den aktuellen Verordnungstext von Art. 14 BEHV-FINMA beizubehalten.** Die bisherige Bestimmung von Art. 14 BEHV-FINMA ist der neu vorgesehe-

nen Regelung klar vorzuziehen, hat sie doch für die Marktteilnehmer dringend benötigte Klarheit geschaffen. Die neue Bestimmung sieht vor, dass SLB- und Repo-Geschäfte zu melden sind, wobei nur jene Vertragspartei meldepflichtig ist, die im Rahmen solcher Geschäfte die Effekten vorübergehend übernimmt. Laut Erläuterungsbericht ist dies nach allgemeinen Kriterien zu beurteilen: Da der Ausleiher einen Anspruch auf Rückübertragung der Beteiligungspapiere habe, trage er weiterhin das wirtschaftliche Risiko und bleibe somit wirtschaftlich Berechtigter. Dies löst eine Meldepflicht aus, soweit damit eine Übertragung der Stimmrechtsausübung nach freiem Ermessen einhergeht. Neben der Unklarheit bezüglich der Unterscheidung zwischen dem wirtschaftlich Berechtigtem und demjenigen, der die Stimmrechte ausüben kann ist festzuhalten, dass die Situation in Bezug auf SLB- und Repo-Geschäfte nicht ausreichend klar ist, dass auf eine Regelung verzichtet werden könnte.

Als Beispiel für die Konsequenzen eines Verzichts auf eine explizite Regelung von SLB-Geschäften sei das **Beispiel der Kettenleihe** genannt: unter bisherigem Recht hat jedes Glied in der Kette die geborgte Position den offenlegungspflichtigen Beständen zuzurechnen, weiterverliehene Bestände können von keinem Glied in der Kette von den meldepflichtigen Beständen "abgezogen" werden. Ohne klare entsprechende Regelung wäre die Situation in Zukunft anders zu beurteilen. Wirtschaftlich Berechtigter an bestimmten Aktien dürfte immer nur der allererste Lender sein (und bleiben). Als solcher hat er die Bestände offenzulegen (ohne die weiterverliehenen Titel abziehen zu können). Die weiteren Borrower werden nicht wirtschaftlich Berechtigte, sondern können u.U. die Stimmrechte ausüben, jedoch nur solange, als sie die Titel tatsächlich halten. Gibt ein Borrower die geliehenen Titel weiter, besteht kein Grund (mehr), diese den meldepflichtigen Beständen zuzurechnen. Der Borrower (nicht aber der wirtschaftlich Berechtigte) hat also die weiterverliehenen Titel "abzumelden" - und könnte so erhebliche Positionen auf einen Schlag aufbauen, wenn er mehrere weiterverliehene "Pakete" gleichzeitig zurückruft. Abgesehen davon würde diese Situation zu einem enormen Anpassungsbedarf für die Systeme der Marktteilnehmer resp. Aufwänden führen, da gewisse weiterverliehene Positionen abgezogen werden müssen (u.a. im Fall der Kettenleihe), gewisse aber nicht (u.a. Fall des wirtschaftlich Berechtigten).

Wir danken Ihnen für die Kenntnisnahme unserer Stellungnahme und die Berücksichtigung unserer Überlegungen für die weiteren Arbeiten. Gerne stehen wir Ihnen für ergänzende Auskünfte zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

Schweizerische Bankiervereinigung



Renate Schwob



Christoph Winzeler