

Par e-mail et par courrier

Autorité fédérale de surveillance des
marchés financiers (FINMA)
Dr Annemarie Nussbaumer
Einsteinstrasse 2
3003 Berne

Genève, le 10 mai 2013

**Circ.-FINMA 2013/xy « Règles de conduite sur le marché » - révision totale de la
Circ.-FINMA 08/38)**

Madame,

Nous nous référons aux documents relatifs à l'audition susmentionnée, publiés en date du 27 mars 2013 par votre Autorité et souhaitons prendre position comme suit à ce propos :

Ainsi qu'il ressort des considérations détaillées ci-dessous, nous relevons les points suivants :

- **Le projet de Circulaire est applicable aux intermédiaires financiers du secteur non bancaire directement soumis à la FINMA mais pas à ceux affiliés à une OAR, alors qu'ils ont la même activité. Cela crée une inégalité de traitement qui n'a pas lieu d'être.**
- **Afin de respecter la volonté du législateur, les prévisions ne devraient plus être considérées comme des faits confidentiels susceptibles d'influencer les cours de valeurs mobilières.**
- **Dans un souci de sécurité du droit, la Circulaire devrait être complétée par une liste des opérations ou comportements admis et mentionner en tant qu'infractions à l'art. 33e al. 1 LBVM, le « front », « parallel » ou « after running ».**
- **Pour ce qui a trait aux devoirs d'organisation des assujettis, il conviendrait d'apporter des précisions permettant de prévenir les risques d'atteinte disproportionnée à la sphère privée des collaborateurs, ainsi que les infractions à la Loi sur la protection des données.**

Le projet de révision de la Circulaire FINMA 2013/xy « Règles de conduite sur le marché » appelle de notre part les remarques détaillées suivantes :

1. Champ d'application

Au chiffre marginal (cm) 4, il est indiqué que les chapitres VI et VII de la Circulaire s'appliquent à la liste d'assujettis de la FINMA mentionnés (banques, groupes de

conglomérats financiers, assurances,...banques dépositaires, etc.). Conformément à l'art 72 al. 1 LPCC, une banque dépositaire est une banque au sens de la Loi sur les banques (LB). La mention des banques dépositaires dans la liste des assujettis est donc redondante.

Le cm 5 mentionne que le chapitre IV est applicable « en plus aux intermédiaires financiers directement assujettis ». Les personnes concernées par cette définition et qui ne sont pas mentionnées au cm 4 sont les assurances et les intermédiaires financiers du secteur non bancaire (IFDS) non soumis à une OAR. Il serait plus aisé à la compréhension de les citer explicitement. Par ailleurs, cela crée une inégalité de traitement entre les IFDS affiliés à une OAR et ceux directement soumis à la FINMA. Le projet de circulaire ne s'applique pas aux premiers mais est applicable aux seconds alors qu'ils ont la même activité.

2. Information d'initié (art. 2 let. f LBVM)

Selon le cm 6, « Une information se réfère à des faits, y compris aux fermes intentions, projets non encore réalisés ou prévisions ». Selon le ch. 1.4.1.2.3 (p. 17) du Rapport explicatif du 15 janvier 2010 relatif à la mise en consultation de la modification de la LBVM (Rapport explicatif), « *les informations d'initiés tombant sous le coup du droit pénal ne sont plus des faits mais des informations confidentielles susceptibles d'influencer les cours. Ce changement n'entraîne pas d'extension matérielle du champ d'application de la norme pénale (voir plus haut, ch. 1.1.4.2)* ». Cela est confirmé dans le message du Conseil fédéral du 31 août 2011 relatif à la modification de la loi sur les bourses (Message), au point 1.3.1.1 (p. 6341). Or, le point 1.1.4.2 du Rapport explicatif (p. 8) mentionne clairement que « *les projets ou intentions existants sont autant d'éléments de fait* » alors que « *les estimations, prévisions, spéculations, jugements de valeur, etc. ne sauraient être assimilés à des faits* ». Afin de respecter la volonté du législateur, les prévisions ne devraient plus être considérées comme des faits.

3. Exploitation d'informations d'initiés (art. 33e LBVM)

S'agissant du cm 9, dans la phrase « la notion d'instruments dérivés au sens de l'art. 33e al. 1 LBVM n'englobe pas non plus les produits hors bourse standardisés », nous estimons que la double négation est superflue tout comme le « *auch* » dans la version allemande.

Au cm 9, nous proposons de compléter la phrase suivante : « Qu'une transaction soit opérée par l'intermédiaire d'une bourse ou d'une organisation analogue à une bourse... ». Afin de reprendre la lettre de l'art. 33e al. 1 LBVM, il convient de compléter la phrase par « en Suisse ». Cela vaut également pour la version allemande.

Cm 9: « ...tant qu'ils sont dérivées » : faute de grammaire.

Au cm 12: dans un souci d'exhaustivité, il conviendrait de mentionner le « *front* », « *parallel* » ou « *after running* » en tant qu'infractions à l'art. 33e al. 1 LBVM, conformément au Message (p. 6357).

4. Manipulation du marché (art. 33f LBVM)

Aux cm 28ss, le projet de circulaire ne cite, à titre d'exemple, que trois opérations ou comportements admis, alors que la Circulaire FINMA 08/38 actuelle en mentionne six, notamment les « *matched orders* » économiquement fondés. Dans un souci de sécurité du droit et afin de rassurer les acteurs du marché, il conviendrait de mentionner les opérations ou comportements admis.

5. Abus de marché sur le marché primaire, avec des valeurs mobilières étrangères ainsi que sur d'autres marchés

Cm 34: « instruments dérivés »: faute de grammaire.

6. Devoirs d'organisation

Le cm 38 indique qu'« en présence d'indices manifestes selon lesquels des opérations sur valeurs mobilières pour le compte de clients pourraient ne pas être compatibles avec les exigences visées à l'art. 33e et à l'art. 33f LBVM ainsi qu'aux chapitres III à VI, les assujettis sont dans l'obligation d'en rechercher les causes... ». Il conviendrait de spécifier à quoi sont rattachées les causes afin de se rapprocher de la version allemande (« *Hintergründe* »), par exemple en précisant « les causes sous-jacentes à la transaction ».

Au cm 44, les termes utilisés (direction suprême, directoire) ne correspondent pas à ceux utilisés notamment dans la circulaire 2008/24. Il conviendrait que la FINMA utilise un vocabulaire unique, sans équivoque.

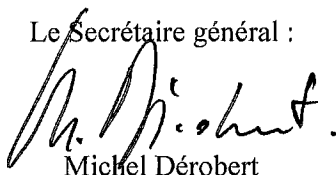
Selon le cm 45, « en fonction du risque d'abus, il est possible de prévoir des mesures de surveillance de portée différente selon les catégories de collaborateurs ou les fonctions. Indépendamment de ces catégories de risque, il faut s'assurer qu'en cas de besoin, un droit de regard puisse s'exercer sur l'ensemble des relations déterminantes concernant des comptes ou des dépôts. ». On comprend que les employés des assujettis doivent lever le secret bancaire en faveur de ces derniers. Afin de protéger la sphère privée des collaborateurs contre toute dérive d'application stricte de ce chiffre (par exemple, demander une levée du secret bancaire universelle, utilisable avec toute banque, car un employé peut ouvrir un compte n'importe où), il conviendrait de préciser les relations déterminantes ou tout au moins donner des exemples (compte où le salaire est versé).

Au cm 50, pour la mention « ce devoir d'enregistrement vaut également pour les téléphones portables », il conviendrait de préciser que seuls les téléphones portables utilisés à des fins professionnels soient visés afin d'éviter toute dérive visant les téléphones portables privés des collaborateurs, ce qui serait contraire à la Loi fédérale sur la protection des données.

En vous remerciant par avance de l'attention que vous porterez à la présente, nous vous prions d'agréer, Madame, nos salutations les meilleures.

ASSOCIATION DES BANQUIERS
PRIVES SUISSES

Le Secrétaire général :



Michel Dérobert

Le Secrétaire général adjoint :



Nello Castelli

Asia
Pacific
Bangkok
Beijing
Hanoi
Ho Chi Minh City
Hong Kong
Jakarta
Kuala Lumpur
Manila
Melbourne
Shanghai
Singapore
Sydney
Taipei
Tokyo

**Europe,
Middle East
& Africa**

Abu Dhabi
Almaty
Amsterdam
Antwerp
Bahrain
Baku
Barcelona
Berlin
Brussels
Budapest
Cairo
Casablanca
Doha
Dusseldorf
Frankfurt / Main
Geneva
Istanbul
Johannesburg
Kyiv
London
Luxembourg
Madrid
Milan
Moscow
Munich
Paris
Prague
Riyadh
Rome
St. Petersburg
Stockholm
Vienna
Warsaw
Zurich

**North & South
America**

Bogota
Brasilia
Buenos Aires
Caracas
Chicago
Dallas
Guadalajara
Houston
Juarez
Lima
Mexico City
Miami
Monterrey
New York
Palo Alto
Porto Alegre
Rio de Janeiro
San Francisco
Santiago
Sao Paulo
Tijuana
Toronto
Valencia
Washington, DC

Per e-mail: annemarie.nussbaumer@finma.ch
Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
Frau Dr. Annemarie Nussbaumer
Einsteinstrasse 2
3003 Bern

Zürich, 13. Mai 2013 MC/ant/goz

Rundschreiben 2013/XY Marktverhaltensregeln - Vernehmlassung

Sehr geehrte Frau Dr. Nussbaumer

Wir danken Ihnen für die Möglichkeit, an der Vernehmlassung zum geplanten neuen Rundschreiben zu den Marktverhaltensregel teilnehmen zu können und möchten Ihnen nachfolgend gerne unsere Stellungnahme einreichen.

Die nachfolgenden Bemerkungen sind entsprechend der Randnummerierung des Entwurfs gegliedert:

Zu Ziffern 3-5: Geltungsbereich

Wir möchten anregen, den Geltungsbereich expliziter, d.h. auch mit Bezug auf die geregelten Märkte zu umschreiben.

Zürich

Urs Schenker
Franz Schenker
Martin Frey
Juarez
Lima
Markus Berni
Michael Treis
Markus Affentranger
Hans-André Koch*
Urs Zenhäusern
Peter Reinert
Joachim Frick
Kilian Perroulaz
Marcel Giger
Richard Gassmann
Martin Furrer
Lukas Glanzmann
Marnin J. Michaels*
Beat Mathys
Philippe Reich
Florian Bommer
Frano Koslar

Nicolas Passadelis
Matthias Courvoisier
Alexander Wyss
Theodor Härtsch
Mario Kumschick
Mark Livschitz
Anne-Catherine Hahn
Alexander Fischer
Prisca Schleiffner Marais
Lyubomir Georgiev*
Marie-Thérèse Yates*
Eva-Maria Strobel*
Samuel Marbacher
Manuel Meyer
Petra Hauser
Sabine Herzog
Remy Messer
Michael Gusterer
Stephan Weibel
Niklaus Dietschi
Muriel Pasche

Simona Schub
Anette Weiner
Elena Zafirova*
Johannes Vetsch
Paul DePasquale*
Kathleen Weislehner
Joachim Huber
Robert Desax
Sara Behrend
Fabienne Christen-Schibli
Nina Keller
David Buser
Petra Hanseimann
Elisabeth Löhr
Dominik Baeriswyl
Philippine Bossy
Mélanie Crea-Cina
Kim David Lexner*
Gregory C. Walsh*
Maria Iskic
Jan Nussbaumer

Angela Durrer
Marion Schnyder
Damian Deucher
Timo Leis
Annina Wirth
Ella Campi*
Carolyn Morlock*

Prof. Vito Roberto, Konsulent
Herbert Wohlmann, Konsulent
Prof. Roger Zäch, Konsulent
Prof. René Matteotti, Konsulent
Tom O'Donnell, Konsulent*
Thomas Salmon, Konsulent*

Genève

Denis Berdoz
Daniel Peregrina
Martin Anderson
Per Prod'hom
Stephanie Jarrett*

Frédéric Bétrisey
Rodolphe Gautier
Serge Pannatier
Olivier Ducrey
Antonio Calvo
Luca Beffa
Rachel Fehr Marchand
Hubert Gilliéron
Jingjin Guo
Amiel Feldmann
Remy Bucheier
Aïcha Ladlami*
Alain Stehlé, conseil

Genève

Rue Pedro-Meylan 5
CH-1208 Geneva
Tel: +41 22 707 98 00
Fax: +41 22 707 98 01

Wir sind der Auffassung, dass es für die Anwendung der Kap. III-V nicht auf das Auftreten als Marktteilnehmer ankommt. Dies ist namentlich bei der Mitteilung einer Insiderinformation nicht von Bedeutung.

Zu Ziffern 6-8: Umschreibung der Insiderinformation

Wir möchten anregen, dass der Begriff der Insiderinformation im Rundschreiben nicht erläutert wird. Der Begriff der Insiderinformation wurde in Literatur und Praxis bereits eingehend erforscht und erläutert. Die Umschreibung im Entwurf der Begriffe Insiderinformation, Vertraulichkeit und Kursrelevanz wird der Komplexität der Begrifflichkeit in der gewählten kurzen Fassung nicht gerecht. Eine längere Umschreibung wäre mit Blick auf allfällige Strafverfahren wegen Insiderhandels dagegen allenfalls problematisch.

Wenn diese Begriffe trotzdem umschrieben werden sollen, ist folgendes zu beachten:

- Beim Informationsbegriff muss darauf geachtet werden, dass die Vorgaben der Botschaft eingehalten werden. Dort ist klargestellt, dass es nach wie vor um Tatsachen geht, und zwar trotz der Verwendung des Begriffs Information (Botschaft, 6885, wonach keine sachliche Ausdehnung gewollt war). Entsprechend muss klargestellt werden, inwiefern Pläne und Aussichten sowie Absichten Informationen sein können. Ebenso muss dargelegt werden, weshalb Gerüchte und Spekulationen dies gerade nicht sind; ein Gerücht ist als solches eine Tatsache und das Faktum auf das sich das Gerücht bezieht ist ebenso eine Tatsache. Die getroffene Unterscheidung ist somit nicht zwingend.
- Unseres Erachtens ist der Satz, dass ein Gerücht an der Vertraulichkeit nichts ändert, in dieser Allgemeinheit nicht korrekt. Jedenfalls darf dies nicht dazu führen, dass ein Marktteilnehmer, der aufgrund eines (allgemein bekannten) Gerüchts handelt, sich rechtswidrig verhält, denn für einen Marktteilnehmer ist normalerweise nicht erkennbar, ob ein blosses Gerücht vorliegt oder nicht.
- Der Begriff der Kursrelevanz muss substantieller erläutert werden. Es müssen die Kriterien, anhand derer bestimmt werden kann, ob das Anlageverhalten eines durchschnittlichen Marktteilnehmers beeinflusst würde, aufgezeigt werden. Die FINMA ist, erläutert sie den Begriff, berufen, den Marktteilnehmern eine wahre Hilfestellung zu geben.

Zu Ziffern 9-12: Ausnützen von Insiderinformationen

Wir möchten wiederum anregen, die Erläuterungen in diesem Abschnitt zu streichen. Die Erläuterungen werden dem Umfang der bestehenden Literatur nicht gerecht und sind keine Hilfestellung.

Die Erläuterung in Ziffer 11 zum Beispiel vermischt den Begriff der Insiderinformation mit demjenigen des wissentlichen oder fahrlässigen Ausnützens der Insiderinformation. Derjenige, der die Empfehlung abgibt, wird nach Art. 33e Abs. 1 lit. c BEHG beurteilt. Derjenige hingegen, der die Empfehlung empfängt, wird nach Art. 33e Abs. 1 lit. a BEHG beurteilt. Es kann in keinem Falle genügen, wenn die Empfehlung lediglich dadurch qualifiziert ist, dass sie von einer Person kommt, die mutmasslich über zusätzliche Informationen bzw. Insiderinformationen verfügt. Insofern ist das Beispiel in Randziffer 11 unglücklich formuliert. Es ist nämlich nicht korrekt, dass jeder, der von einem Verwaltungsrat einer Gesellschaft oder einem Geschäftsleitungsmitglied dazu ermuntert wird, Aktien der betreffenden Gesellschaft zu kaufen, als Gesetzesbrecher angesehen wird. Dies würde dazu führen, dass eine allgemeine Aussage eines Insiders über die generell Qualität der Aktien einer Gesellschaft nicht mehr möglich ist. Eine solche Aussage kann aber ohne Weiteres auf die generelle und bekannte Verfassung einer Gesellschaft gestützt sein und es muss ihr keineswegs eine Insiderinformation zugrunde liegen.

Das Gleiche gilt für die Subsumption in Ziffer 12 und den Erläuterungen dazu. Der Begriff des *Scalping* wird darin unzutreffend umschrieben. Zudem kann das dort beschriebene Verhalten unter keinen Umständen unter Art. 33e Abs. 1 lit. a BEHG fallen, weil kein Erwerb und keine Veräusserung von Effekten oder daraus abgeleiteten Finanzinstrumenten erfolgt. Der blosser Besitz genügt allein nicht. Das *Scalping* ist thematisch bei der Marktmanipulation einzuordnen.

Zu Ziffern 13-31: Marktmanipulation

Die Beschreibung in Ziffer 14 ist falsch. Dort wird nicht der Begriff der Irreführung umschrieben, sondern der Begriff der Beeinflussung. Der Begriff der Irreführung wird traditionellerweise mit dem Begriff der Unterdrückung oder des Verschweigens von Tatsachen assoziiert, so wie dies auch in Art. 752 OR der Fall ist. Ob ein falsches oder ein irreführendes Signal vorliegt, hängt erstens davon ab, was Marktteilnehmer aus einer verbreiteten Information (lit. a) bzw. einer Transaktion (lit. b) schliessen, d.h. welchen Informationsgehalt diese für die Marktteilnehmer haben. Dabei muss in Rechnung gestellt und erläutert werden:

- welcher Anleger der Referenzanleger ist;
- dass bzw. inwieweit viele der meistens sehr diffusen Signale nicht als Signal im Sinne des Gesetzes gelten können;
- dass bzw. inwieweit vom Referenzanleger erwartet werden kann, dass er in Betracht zieht, dass Signale verschiedene Transaktionsgrundlagen haben können bzw. kein allgemeiner Anspruch auf nur wahre Informationen bzw. Signale besteht;

- dass bzw. inwieweit dem Referenzanleger klar sein muss, dass er weder Motive noch Ziele noch die anderen Transaktionen des signalgebenden Marktteilnehmers kennt.

Zweitens muss die aus dem Signal entnommene Information mit der korrekten Information (lit. a) bzw. mit der Information, die sich aus dem (den anderen Marktteilnehmern nur teilweise bekannten) Gesamtgeschäft, das der "manipulierende" Marktteilnehmer tätigt, entnehmen lässt (lit. b), verglichen werden. Daraus kann dann geschlossen werden, ob ein irreführendes oder ein falsches Signal vorliegt. Drittens muss das Signal für Angebot, Nachfrage oder Kurs von Effekten relevant sein.

Für das eben Gesagte ist unserer Erachtens bedeutsam, dass kein Marktteilnehmer davon ausgehen kann, dass jeder Trade sich aus dem Zusammentreffen von zwei Marktteilnehmern ergibt, von denen der eine findet, der Preis sei gut zum Verkaufen und der andere, der Preis sei gut zum Kaufen. Versicherungsgesellschaften, die sehr grosse Portfolios verwalten, entscheiden z.B. in der Asset Allocation bisweilen generell, den Aktienanteil zu reduzieren. Das führt zu einem Preisdruck-Signal bezüglich der veräusserten Aktien, die die Versicherungsgesellschaft hält und nun veräussert. Mit einem zu hohen oder zu niedrigen Aktienkurs der einzelnen Aktien hat das gar nichts zu tun, sondern mit einer neuen Asset Allocation auf Portfolioebene bei einem grossen Aktionär. Das für die einzelne Aktie gesetzte Signal wäre also falsch, ginge man unter Art. 33f Abs. 1 BEHG davon aus, der Marktteilnehmer könne darauf vertrauen, jeder Trade gäbe eine Auffassung über das Preisniveau wieder. Gleich verhält es sich dann, wenn ein Marktteilnehmer darauf spekuliert, dass eine gegenüber ihren Peers unterbewertete Aktie relativ zu diesen Peers zulegen wird. Wenn der betreffende Marktteilnehmer in der Aktie *long* und in den Titeln der Peers *short* geht, sagt das nicht, dass die Aktie (im Allgemeinen) als unterbewertet betrachtet wird – es kann geradeso gut anders sein. Der Kauf der Aktie setzte aber insoweit ein falsches Signal. Dass diese Verhaltensweisen nicht unter Art. 33f Abs. 1 lit. b BEHG fallen können, ist offensichtlich. Nur können sogenannte verpönte Verhaltensweisen, wie etwa *Wash Trades* von diesen anderen zulässigen Verhaltensweisen unter dem Aspekt des Signals nicht vernünftig unterschieden werden; noch schlimmer: diese Beispiele führen an sich zum Ergebnis, dass in der überwiegenden Zahl der Fälle ein vernünftiger Referenzanleger Trades als schlicht aussagelos bzw. als ohne Signal betrachten muss, weil verschiedenste nicht verpönte (oder auch verpönte) Verhaltensweisen dahinterstecken können. Lösen lässt sich dies nur dadurch, dass eine Konzentration auf die extremen Fälle erfolgt, d.h. ein unüberhörbares und deutliches Signal verlangt wird und dass die Liste der Ausnahmen deutlich ergänzt wird.

Die Leitlinie in Ziffer 15 ist unzureichend und sollte daher gestrichen werden. Ganz allgemein ist der Hochfrequenzhandel viel weniger anfällig für die in den Ziffern 16 ff. aufgezählten Verhaltensweisen als der normale algorithmische Handel an sich und als der menschliche Trader ohnehin. Es ist daher nicht korrekt, den Hochfrequenzhandel an dieser Stelle hervorzuheben.

Die Beispiele in Ziffer 16 bis 27 stellen keine sinnvolle Anleitung dar. In vielen Fällen werden moralisch verwerfliche Absichten oder Motive den Beispielen beigelegt. Gerade auf diese Motive oder Absichten stellt der Gesetzestext aber gar nicht ab. Den meisten Beispielen fehlt zudem die korrekte Darstellung des falschen bzw. irreführenden Signals und wie auf dieses geschlossen werden kann. Die FINMA mag alle dort angegebenen Verhaltensweisen als verwerflich erachten und sie mag sie (in gewissem Rahmen) als den beaufsichtigten Instituten verboten umschreiben. Das ist aber kein zureichender Grund, sie unter Art. 33f BEHG zu subsumieren. Wir gehen nur auf einzelne der Beispiele ein:

- *Ziffer 18*: das Motiv ist für Art. 33f Abs. 1 lit. a BEHG unbedeutend und daher zu streichen.
- *Ziffer 19*: offensichtlich geht es hier darum, Marktaktivität zu zeigen. Die beschriebene Aktivität lässt sich aber von der Aktivität in Ziffer 29, d.h. dem *Market Making* nicht unterscheiden.
- *Ziffer 20*: fraglich ist, ob diese Verhaltensweise wirklich in jedem Fall unter Art. 33f Abs. 1 lit. a BEHG subsumiert werden kann, wenn man in Rechnung stellt, dass vereinzelte Trades keine Signale geben können. .
- *Ziffer 22*: die dort beschriebene Verhaltensweise kann nicht von dem unterschieden werden, was z.B. ein 70% Aktionär tut, der gerne Schritt für Schritt den Rest der Aktien der Gesellschaft auf dem Markt erwirbt. Das Motiv wird unter Art. 33f Abs. 1 lit. b BEHG nicht erfasst.
- *Ziffer 23*: bei diesem Beispiel stellt sich die Frage danach, welche Aufmerksamkeit vom durchschnittlichen Marktteilnehmer verlangt werden kann. Nach unserer Auffassung können Schlusskurse allein nicht relevant sein. Daher ist die in dieser Ziffer beschriebene Verhaltensweise kaum je unter Art. 33f Abs. 1 lit. b BEHG zu subsumieren.
- *Ziffer 25*: dieses Beispiel ist u.E. nicht einschlägig. Es fällt insbesondere nicht unter lit. b, denn die dort erwähnten Geschäfte, Kaufs-, Verkaufsaufträge beziehen sich auf die Effekten selbst. Unter lit. a dürfte das Verhalten auch nicht fallen, weil die betreffende Person keine Informationen verbreitet.
- *Ziffer 30*: diese Ziffer übersieht, dass es auch die Arbitrage in verschiedenen Effekten, die stark korrelieren, gibt (vgl. dazu bereits oben). Generell sollte die Liste der Ausnahmen deutlich erweitert werden.

Zu Randziffer 32-35: Marktmissbrauch im Primärmarkt, mit ausländischen Effekten sowie in anderen Märkten

Die dort vorgesehene pauschale Ausdehnung der schweizerischen Regeln auf Handlungen insbesondere im Ausland ist unseres Erachtens nicht sinnvoll. Welches Marktverhalten im Ausland zulässig ist bzw. auf anderen Märkten als den Effektenmärkten toleriert wird, muss sich aus den Vorschriften ergeben, die die betreffenden ausländischen Märkte regeln bzw. die anderen Märkte als den Effektenmarkt. Es ist nicht sinnvoll und auch nicht rechtmässig, bestimmte im Ausland oder auf anderen Märkten allenfalls erlaubte Verhaltensweisen mit blossem Rundschreiben (faktisch) zu verbieten.

Zu Randziffern 36-54: Organisationspflichten

In Randziffer 38 sollte sichergestellt werden, dass von den Beaufsichtigten nur in klaren Fällen verlangt wird, dass sie ihre Mitwirkung verweigern. Andernfalls laufen die Beaufsichtigten das Risiko, wegen verzögerter Ausführung von Aufträgen zu haften. Dieses Risiko könnten sie nirgends abwälzen.

In Randziffer 39 sollte klargestellt werden, dass eine Meldepflicht nur besteht, wenn die erforderlichen Informationen auch wirklich vorliegen. Blosser Verdachtsmeldungen oder gar Nachforschungspflichten sind mit den gesetzlichen Grundlagen unvereinbar.

In Randziffer 50 wird vorgesehen, dass die externen und internen Telefongespräche der Mitarbeiter, die im besonderen Masse dem Erhalt von für die Marktaufsicht relevanten Informationen ausgesetzt sind, aufgezeichnet werden müssen. Dies gelte auch für Mobiltelefone wobei die Verwendung von Kommunikationsmitteln, bei welchem die Aufzeichnung nicht sichergestellt werden kann, untersagt werden müsse. Diese Aufzeichnungspflicht ist nach unserer Auffassung zu weitgehend. Sie käme beispielsweise auch auf Mitarbeiter zur Anwendung, die im Bereich Corporate Finance grössere Kapitalmarkttransaktionen strukturieren und betreuen.

Der Sinn einer solchen umfassenden Aufzeichnungspflicht erschliesst sich aber nicht. Eine Aufzeichnungspflicht stellt in jedem Fall einen schwerwiegenden Eingriff in die Persönlichkeitsrechte der am Gespräch teilnehmenden Personen dar und ist eine erhebliche Behinderung der Wirtschaftsfreiheit, denn jeder einzelne, der am Telefonat teilnimmt, muss der Aufnahme zustimmen oder das Gespräch und damit ein ihm freistehendes Geschäft gefährden. Für einen derart schwerwiegenden Eingriff in Grundrechte bedarf es zwingend einer gesetzlichen Grundlage in einem Gesetz im formellen Sinn. Diese fehlt. Abgesehen davon ist die vorgesehene Massnahme für Personen im Bereich Corporate Finance unverhältnismässig, denn sie würde im Ergebnis dazu führen, dass sogar Gespräche im Transaktionsbereich entweder aufgezeichnet werden müssen (was gerade bei Kapitalmarkttransaktionen unrealis-

tisch ist) oder aber nicht mehr stattfinden können (mangels fehlender Aufzeichnung). Dies kann aber nicht gewollt sein.


Aus den genannten Gründen ist die Aufzeichnungspflicht, soweit sie über die Personen, die direkt im Handel beschäftigt sind, hinausgeht, zu streichen. Dies entspräche dann auch der Regelung in der EU, wo die Aufzeichnungspflicht nur für den Handel gilt.

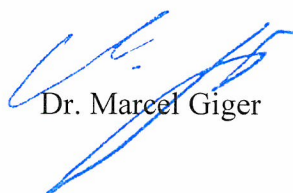
Die Ziffern 52 und 53 sollten näher erläutert oder gestrichen werden. Ziffer 52 ist überflüssig, weil sie nur den Gesetzestext wiederholt. Ziffer 53 ist unklar, weil unbekannt ist, ob sie sich auf Handelsstrategien des betroffenen Effekthändlers bezieht oder auf Handelsstrategien von Personen, die über die Handelssysteme des Effekthändlers handeln. Offensichtlich ist, dass ein Unternehmen, das algorithmischen Handel betreibt, einem Effekthändler seine Strategie nicht offenlegen wird und der Effekthändler daher auch nicht in der Lage ist, eine Dokumentation zu erstellen. Es ist demjenigen, der algorithmischen Handel betreibt, auch nicht zuzumuten, seinem potentiellen Konkurrenten (nämlich dem Effekthändler) irgendwelche Strategien offenzulegen. Dies greift unnötigerweise in das Wettbewerbsverhältnis zwischen den Beteiligten ein. Unklar ist auch, was mit der Dokumentation, die für einen Dritten nachvollziehbar sein soll, gemeint ist. Es muss genügen, wenn die Programmsequenzen bzw. Formeln, aufgrund derer der Handel betrieben wird, abgespeichert werden. Dass dies dann für einen Laien noch lange nicht nachvollziehbar ist, muss hingenommen werden.

* * *

Wir glauben, dass es erforderlich ist, dass die FINMA den vorliegenden Entwurf sehr substantiell überarbeitet und erst danach einen neuen Entwurf erneut zur Vernehmlassung unterbreitet. Gerne stehen wir bei Fragen zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen


Dr. Matthias Courvoisier


Dr. Marcel Giger


Theodor Härtsch
(in seiner Abwesenheit durch
M. Courvoisier unterzeichnet)

Vorab per Email

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
Dr. Annemarie Nussbaumer
Einsteinstrasse 2
3003 Bern
annemarie.nussbaumer@finma.ch

Zürich, 13. Mai 2013

Stellungnahme zum Rundschreiben Marktverhaltensregeln

Sehr geehrte Frau Dr. Nussbaumer

Wir beziehen uns auf Ihre Mitteilung vom 27. März 2013 bezüglich des revidierten FINMA-Rundschreibens 08/38 Marktverhaltensregeln ("**Rundschreiben**"). Mit dieser Mitteilung haben Sie interessierte Kreise eingeladen, sich bis zum 13. Mai 2013 hierzu zu äussern. Wir danken Ihnen für die Einräumung dieser Gelegenheit und nehmen hiermit wie folgt Stellung:

I Zweck

Aus einer systematischen Überlegung sind wir der Auffassung, dass neben den im Entwurf bereits erwähnten Bestimmungen das Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit (Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG, Art. 10 Abs. 2 lit. d BEHG, usw.) ausdrücklich als Zweck des Rundschreibens erwähnt werden sollte, da diese Vorschrift als gesetzliche Grundlage für die Erweiterung des Anwendungsbereichs der Regeln über Marktmissbräuche im Primärmarkt, mit ausländischen Effekten sowie in anderen Märkten verwendet wird.

Darüber hinaus begrüssen wir die Abschaffung der Bestimmungen zum Gebot von Treu und Glauben im Verhältnis mit Kunden, die systematisch nicht in dieses Rundschreiben gehören.

II Insiderinformationen

1 Zu Randziffer 6

Das Rundschreiben Marktverhaltensregeln enthält eine Konkretisierung des Begriffs der Insiderinformation (Art. 2 Bst. f BEHG). Dabei findet in mehrfacher Hinsicht eine inhaltliche Ausweitung im Vergleich zum unter dem früheren Recht geltenden Begriff der "vertraulichen Tatsache" statt (vgl. Art. 161 aStGB). Dies war jedoch nicht der Wille des Gesetzgebers. Die Botschaft des Bundesrates vom 31. August 2011 hält mehrfach ausdrücklich fest, dass der Begriff der Insiderinformation inhaltlich unverändert aus Art. 161 aStGB übernommen werde und ausschliesslich terminologisch an die europäische Regelung angepasst werde (*vertrauliche Information* anstelle von *vertrauliche Tatsache*¹). Damit sei *keine sachliche Ausweitung* verbunden.²

Eine gesetzliche Grundlage für eine Ausweitung des Begriffs der Insiderinformation auf Stufe des FINMA-Rundschreibens "Marktverhaltensregeln", welches nun auch für Nichtbeaufsichtigte gilt, fehlt somit. Wir regen daher an, den Begriff im Sinne der Rechtsprechung zu Art. 161 aStGB zu umschreiben, jedoch in keinem Fall weiter zu definieren, als der Begriff der *kursrelevanten Tatsache* in der Richtlinie zur Ad hoc-Publizität der SIX Exchange Regulation ("**RLAhP**") definiert wird. Eine einheitliche Auslegung dieses Begriffs würde die notwendige Rechtssicherheit schaffen und erlaubte es, verständliche und voraussehbare Regeln zu schaffen. Dies ist vor allem deshalb wichtig, weil neu alle Marktteilnehmer administrativen Sanktionen unterstellt werden.

Vor diesem Hintergrund ist der Begriff "Aussichten" in Rz 6 des Rundschreibens zu streichen, da für den Rechtsunterworfenen nicht eruierbar ist, wann er hinsichtlich einer "Aussicht" über eine Insiderinformation verfügen soll. Betreffend die Begriffe "feste Absicht" und "noch nicht realisierter Plan" stellt sich die Frage, wie diese von "Planungsvarianten" und "Absichten", welche unter der RLAhP nicht als kursrelevante Tatsache erfasst sind, abzugrenzen sind (vgl. Kommentar zur RLAhP, Rz 27).

Bestimmt war es nicht Wille des Gesetzgebers, sämtliche *unternehmensexternen Informationen* als Insiderinformation zu erfassen. Diese sachliche Ausweitung ist abzulehnen. Sowenig wie das Wissen um einen "geplanten Terroranschlag" eine ad hoc-Publizitätspflicht auslöst, kann er eine Insiderinformation gemäss Art. 2 Bst. f BEHG darstellen. Wir empfehlen, die Erwähnung unternehmensexternen Informationen mangels gesetzlicher Grundlage ersatzlos zu streichen. Auch das Wissen um eine zu publizierende Finanzanalyse kann nicht eine Insiderinformation darstellen. Das Verarbeiten öffentlich zugänglicher Informationen zu einer Finanzanalyse kann *per se* nicht eine Insiderinformation darstellen. Die vorgeschlagene Ausweitung geht zudem klar über das hinaus, was

¹ Der Begriff der "Insiderinformation" soll dem Begriff "kursrelevante vertrauliche Tatsache" entsprechen. Auch die Kursrelevanz und Vertraulichkeit sollen unverändert bleiben (vgl. Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch), BBl 2011 6873 ff. ("**Botschaft 2011**"), 6885).

² Botschaft 2011, 6899 und 6885: "Damit passt sich die Schweiz an die in der EU gebräuchliche Terminologie an. Eine Ausdehnung des sachlichen Anwendungsbereichs der Strafnorm ist mit dieser terminologischen Änderung nicht verbunden".

ausnahmsweise als Tatsache, die nicht im eigenen Tätigkeitsbereich des Emittenten ergangen ist, aber eine *direkte Innenwirkung auf den Geschäftsgang des Emittenten* hat, der Ad hoc-Publizitätspflicht unterliegt. Die RLAhP hält ausdrücklich fest, dass "Kauf- oder Verkaufsempfehlungen durch Analysten" keine kursrelevanten Tatsachen sein können (vgl. Kommentar RLAhP, Rz 40).

2 Zu Randziffer 8

Wir begrüßen den Umstand, dass das Referenzverhalten des durchschnittlichen Marktteilnehmers im Gleichlauf mit der Betrachtung der SIX Exchange Regulation unter der RLAhP in die Richtlinie Marktverhaltensregeln aufgenommen werden soll.

Hingegen lehnen wir es ab, die Kursentwicklung der Effekte als Indiz gelten zu lassen. Dies ist methodologisch nicht korrekt. Unter dem Straftatbestand von Art. 40 BEHG ist die tatsächliche Kursentwicklung deshalb bedeutend, weil sie als Voraussetzung für das Eintreten des Erfolgs, d.h. eines Vermögensvorteils, notwendig ist. Für den Administrativtatbestand darf die tatsächliche Kursentwicklung jedoch nicht dazu eingesetzt werden, das Referenzverhalten des durchschnittlichen Marktteilnehmers *ex post* mit dem Kursverlauf gleichzusetzen (unzulässiges Abweichen vom Betrachtungszeitpunkt).

III Ausnützen von Insiderinformationen

1 Zu Randziffer 9

Wir begrüßen die Klarstellung zum erfassten Objekt der Ausnützungshandlungen sowie zum geographischen Anwendungsbereich.

2 Zu Randziffer 10

Für ein Erfassen des Stornierens eines bereits erteilten Auftrags als Ausnützungstatbestand fehlt es an einer gesetzlichen Grundlage. Den Tatbestand von Art. 33e Abs. 1 Bst. a BEHG erfüllt nur, wer eine Insiderinformation "*dazu ausnützt, Effekten [...] zu erwerben, zu veräußern oder daraus abgeleitete Finanzinstrumente einzusetzen*". Wer einen Kauf- oder Verkaufsauftrag storniert, entscheidet sich, (i) Titel, die er vor der Kenntnis der Insiderinformation besass, entgegen dem ursprünglichen Plan weiterhin zu "halten" oder (ii) Titel, die er noch nicht besitzt, doch nicht zu erwerben. Es findet weder ein Erwerb noch ein Veräußern statt. Das gestützt auf eine Insiderinformation erfolgende "Doch-nicht-Erwerben" respektive "Doch-nicht-Veräußern" ist von der geltenden Bestimmung nicht erfasst. Dies muss so sein, weil sich Rz 10 des Vorschlags auf Art. 33e BEHG bezieht und somit auf sämtliche Marktteilnehmer Anwendung finden soll.

Selbstverständlich kann das Stornieren von Aufträgen gestützt auf Insiderinformationen für von der FINMA Beaufsichtigte untersagt werden.

3 Zu Randziffer 11

Der Vorschlag, die Empfehlung zum Kauf oder zur Veräusserung selbst zur Insiderinformation zu erklären, wenn der Empfänger der Empfehlung weiss oder wissen muss, dass sich die Empfehlung auf eine Insiderinformation abstützt, ist mangels gesetzlicher Grundlage abzulehnen. Das Bekanntwerden der Empfehlung (ohne das Bekanntwerden der Insiderinformation, in der die Empfehlung begründet ist) erfüllt die Tatbestandsmerkmale des Art. 2 Bst. f BEHG nicht.

Die Empfehlungskette ist nach der ersten Empfehlung nicht mehr vom Tatbestand von Art. 33e Abs. 1 Bst. c BEHG erfasst, sofern die Insiderinformation, auf die sich die Empfehlung abstützt nicht mitgeliefert wird (dann fällt die Empfehlung jedoch unter Art. 33e Abs. 1 Bst. b BEHG). Dies mag unbefriedigend erscheinen, ist aber zumindest gegenüber nicht von der FINMA Beaufsichtigten Folge der fehlenden gesetzlichen Grundlage.

4 Zu Randziffer 12

Scalping fällt unter keine der drei Tatbestandsvarianten des Ausnützens einer Insiderinformation nach Art. 33e Abs. 1 BEHG. Wir empfehlen, dieses auf dem Finanzmarkt unerwünschte Verhalten in einem Abschnitt des Rundschreibens Marktverhaltensregeln zu regeln, der ausschliesslich auf von der FINMA Beaufsichtigte Anwendung findet (gewöhnliche Marktteilnehmer veröffentlichen typischerweise keine Empfehlungen zum Kauf oder Verkauf von Effekten). Es fehlt auch an einem *Ausnutzen mittels Erwerbs- oder Veräusserungsgeschäft*, denn die Umschreibung von *Scalping* in Rz 12 geht davon aus, dass die Person, die die Empfehlung publiziert, die Titel bereits hält und nicht im Hinblick auf die Empfehlung erwirbt (fehlende Kausalität). Verlangt wird eine Offenlegung des Titelbestands gleichzeitig mit der Publikation der Empfehlung. Dass eine Finanzanalyse keine Insiderinformation darstellt, wurde bereits zu Rz 6 ausgeführt.

IV Marktmanipulation

Das aufsichtsrechtliche Verbot der Marktmanipulation wurde in Art. 33f BEHG breit formuliert. Anders als es Präambel 20 und Art. 1 der europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie³ vorsieht, kann eine Person gemäss Art. 33f BEHG auch nicht nachweisen, dass sie für die Geschäfte oder Aufträge, welche unter den Tatbestand der Marktmanipulation fallen, legitime Gründe hatte und dass diese Geschäfte oder Aufträge nicht gegen die zulässige Marktpraxis (*generally accepted market practice*) auf dem entsprechenden geregelten Markt verstossen.⁴

³ Richtlinie 2003/6/EG des europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch).

⁴ Als "zulässige Marktpraxis" qualifizieren gemäss Art. 1 Ziff. 5 Marktmissbrauchsrichtlinie "Gepflogenheiten, die auf einem oder mehreren Finanzmärkten nach vernünftigem Ermessen erwartet werden und von den zuständigen Behörden [...] anerkannt werden".

Da es Verhaltensweisen gibt, welche wirtschaftlich gerechtfertigt sind, aber trotzdem unter den (breit formulierten) Tatbestand des Verbots der Marktmanipulation fallen, wurde der Bundesrat vom Gesetzgeber gemäss Art. 33f Abs. 2 BEHG ermächtigt, auf Verordnungsstufe Verhaltensweisen, die eigentlich unter den Tatbestand der Marktmanipulation fallen, für zulässig zu erklären (sog. *safe harbours*).⁵ Dies entspricht konzeptionell den ebenfalls in der Marktmissbrauchsrichtlinie vorgesehenen "safe harbours", welche in deren Art. 7 und 8 festgelegt sind.

Die oben beschriebene Ausgangslage lässt befürchten, dass die Konzeption des Schweizer Gesetzgebers, die sich zwar stark an die europäischen Regeln anlehnt, aber eben in einem entscheidenden Punkt davon abweicht (keine Ausnahmen im Falle von legitimen Gründen und kein Verstoss gegen die behördlich anerkannte zulässige Marktpraxis), zu erheblicher Rechtsunsicherheit unter den Marktteilnehmern führen wird.⁶

Des Weiteren wird zwar sowohl in den Erläuterungen zur Änderung der BEHV als auch in den Erläuterungen zur Totalrevision des Rundschreibens betont, dass Verhaltensweisen, die nicht unter einen Ausnahmetatbestand fallen, nicht notwendigerweise unzulässig seien, sondern dann einzelfallweise abgeklärt werden müsse, ob sie vom aufsichtsrechtlichen Verbot der Marktmanipulation erfasst seien oder nicht. Aufgrund der breiten Formulierung des Tatbestands ist dies aber ein schwieriges Unterfangen, insbesondere in Fällen, in denen sich ein Verhalten oder ein Geschäft relativ nahe an einem Ausnahmetatbestand bewegt, aber dessen Voraussetzungen nicht ganz erfüllt. Zumal auch das Verhalten, welches von den Ausnahmetatbeständen selbst erfasst ist, aus unserer Sicht nicht notwendigerweise tatbestandsmässig sein muss. Diese Ausgangslage erfordert u.E., dass die FINMA sich im Rundschreiben insbesondere auch zu Verhaltensweisen und Effektengeschäften äussert, welche sie in ihrer Praxis als zulässig erachtet.⁷ Anders als im Erläuterungsbericht zur Totalrevision des Rundschreibens ausgeführt, ist es deshalb nicht nur wichtig aufzuzeigen, welche Verhaltensweisen von der FINMA als nicht zulässig erachtet werden, sondern welche Verhaltensweisen (weiterhin) zulässig sind.⁸

Die Ausführungen zu zulässigem Marktverhalten sollten u.E. im Rundschreiben in zweierlei Hinsicht erfolgen bzw. ergänzt werden:

Einerseits sollte die bereits bestehende kurze Liste von zulässigen Effektengeschäften und Verhaltensweisen⁹ um weitere Effektengeschäfte und Verhaltensweisen ergänzt werden.

⁵ Vgl. zum Ganzen den Erläuterungsbericht BEHV, 3.

⁶ Die Konzeption schliesst eigentlich aus, dass es weitere, neben den in der BEHV vorgesehenen Ausnahmetatbeständen, Verhaltensweisen gibt, die zwar unter den Tatbestand des Verbots der Marktmanipulation fallen, aber wirtschaftlich gerechtfertigt sind.

⁷ Vgl. zu dieser Kompetenz und Aufgabe Art. 7 Abs. 1 lit. b. FINMAG.

⁸ Vgl. Erläuterungsbericht zur Totalrevision des Rundschreibens, 8.

⁹ E-RS-Marktverhalten, Rz 28 ff.

Ergänzt werden sollten u.E. insbesondere folgende Effektengeschäfte und Verhaltensweisen:

- Private Rückkäufe eigener Aktien, die 25% des gehandelten Tagesvolumens des entsprechenden Titels nicht übersteigen.¹⁰ U.E. sollte das Rundschreiben den Hinweis, dass Rückkäufe ausserhalb von öffentlich angekündigten Rückkaufangeboten, d.h. im offenen Markt, nach wie vor möglich sind, enthalten (selbstverständlich vorbehaltlich des Verbots des Insiderhandels). Es gibt durchaus legitime Gründe, dass eine Gesellschaft eigene Aktien zurückkauft, etwa zur Bedienung von Mitarbeiterbeteiligungsplänen oder anderen "treasury"-Funktionen. Das Rundschreiben könnte solche "privaten Rückkäufe" zudem an gewisse Voraussetzungen knüpfen wie z.B. die ex ante Offenlegung verbunden mit einer nachträglichen Offenlegung der effektiv getätigten Transaktionen;
- Rückkäufe von Anleihen und "equity-linked" Finanzinstrumenten, welche im Voraus veröffentlicht werden;
- Preisstabilisierung bei öffentlichen Effektenplatzierungen im Sekundärmarkt, sofern die notwendige Transparenz geschaffen wird. Art. 55e BEHV ist insofern unklar, als der Referenzpreis der Emissionspreis ist (was nur bei Primärmarkttransaktionen Sinn macht). Die Transparenzvorschriften könnten sich an den für den Primärmarkt geltenden Bestimmungen orientieren;
- Preisstabilisierung bei öffentlich angekündigten *Privat*platzierungen sowohl im Sekundär- und Primärmarkt (z.B. im Rahmen von Accelerated Bookbuildings), sofern die übrigen Voraussetzungen des entsprechenden safe harbour (Art. 55e BEHV) *mutatis mutandis* eingehalten werden;
- alle Verhaltensweisen und Effektengeschäfte, die bereits gemäss geltendem Rundschreiben 2008/38 Marktverhaltensregeln zulässig sind und im Entwurf des neuen Rundschreibens nicht aufgenommen wurden und auch nicht von einem der safe harbours in der BEHV erfasst sind (nostro-nostro inhouse crosses, wenn die gegenläufigen Geschäfte unabhängig voneinander und ohne Absprache im Börsensystem zusammengeführt werden; matched orders, wenn sie aus zulässigen Gründen zu gängigen Marktpreisen erfolgen).

Andererseits wäre es u.E. wünschenswert, wenn die FINMA gewisse Grundsätze aufstellen würden, gemäss welchen sie die Frage der Zulässigkeit einer Verhaltensweise oder eines Effektengeschäfts im konkreten Fall beurteilt. Als Orientierung für solche Grundsätze könnte die "Level 2" Durchführungsrichtlinie 2004/72/EG der Kommission vom 29. April 2004 herangezogen werden.¹¹ In Art. 2 dieser Richtlinie werden eine Reihe von Faktoren aufgezählt, die es bei der

¹⁰ Siehe zur Zulässigkeit von privaten Rückkäufen unter dem neuen Recht explizit auch den Erläuterungsbericht zur Änderung der BEHV, 4.

¹¹ Vgl. dazu auch die entsprechende „Level 3 Guidance“ von CESR (heute ESMA), CESR/04/505b.

Beurteilung, ob eine Marktpraxis zulässig ist, zu berücksichtigen gilt.¹² Auch die FINMA könnte also im Rundschreiben festhalten, dass und inwieweit sie bei der Beurteilung der Zulässigkeit von Effektengeschäften und Verhaltensweisen berücksichtigen würde,

- wie transparent sie sind;
- ob sie das Funktionieren der Marktkräfte und das freie Zusammenspiel von Angebot und Nachfrage in Frage stellen;
- inwiefern sie sich auf Marktliquidität und –effizienz auswirken;
- inwieweit sie den Handelsmechanismus des betreffenden Marktes Rechnung trägt und den Marktteilnehmern ermöglicht wird, angemessen und rechtzeitig zu reagieren; und
- welches Risiko sie für die Marktintegrität bedeuten.

Wir ersuchen Sie deshalb höflich zu prüfen, ob die FINMA sich im Rundschreiben nicht auch zu, neben den im Entwurf des Rundschreibens bereits genannten zulässigen Verhaltensweisen und Effektengeschäften, weiteren Verhaltensweisen und Effektengeschäften äussern und allgemeine Grundsätze aufstellen könnte. Wir sind überzeugt, dass dies einer Erhöhung der Rechtssicherheit für alle Marktteilnehmer zuträglich wäre und auch ein gewisses "*level playing field*" mit den entsprechend geregelten europäischen Märkten schaffen würde. Es hätte zudem den Vorteil, dass die FINMA bezüglich ihrer Praxis transparent wäre und sich auch offen an der Praxis der entsprechenden europäischen Behörden orientieren könnte.

V Marktmissbrauch im Primärmarkt, mit ausländischen Effekten sowie in anderen Märkten

U.E. sollte im Rundschreiben, wie bereits unter IV. oben beschrieben, festgehalten werden, dass Preisstabilisierung bei öffentlich angekündigten Privatplatzierungen im Primärmarkt ebenfalls zulässig sein sollten (z.B. im Rahmen von *Accelerated Bookbuildings*), sofern die übrigen Voraussetzungen des entsprechenden safe harbour (Art. 55e BEHV) *mutatis mutandis* eingehalten werden.

Zudem sollte der Anwendungsbereich des Rundschreibens in Rz 35 um sog. *Benchmarks* (Handelsindizes bzw. Referenzwerte) ergänzt werden. In diesem Zusammenhang sei auf den angepassten Vorschlag der Marktmissbrauchsrichtlinie hingewiesen, gemäss welchem aufgrund des LIBOR-Skandals die

¹² Vgl. dazu Art. 2 Ziff. 5 Marktmissbrauchsrichtlinie.

Anwendbarkeit der Marktmissbrauchsrichtlinie auf Benchmarks erweitert werden soll.¹³

VI Organisationspflichten

1 Allgemeine Bemerkungen

Mit Blick auf die Effizienz der Regulierung begrüßen wir grundsätzlich den im Entwurf vorgeschlagenen Ansatz, vor allem die Organisationspflichten nach Massgabe der Risikosituation bestimmen zu lassen. Ein solcher prinzipien- und risikobasierter Ansatz räumt den betroffenen Beaufsichtigten Flexibilität und Ermessen ein und ermöglicht somit sachgerechte Lösungen im Einzelfall.

In Anbetracht der grossen Unterschiede zwischen den Beaufsichtigten sind wir dennoch der Meinung, dass die Anforderungen an die Organisation näher konkretisiert bzw. vermehrt differenziert werden könnten, damit die einzelnen Beaufsichtigten angemessene Massnahmen treffen können, um den Erwartungen der Aufsichtsbehörde zu entsprechen. Deshalb wäre es u.E. zweckmässig, wenn die FINMA im Rundschreiben oder in einer Wegleitung weitere Anhaltspunkte geben könnte, welche Massnahmen sie in typischen Fällen (z.B. je nach Beaufsichtigtem) als angemessene und geeignete Massnahmen betrachtet.

Nützlich wären z.B. Hinweise in folgenden Bereichen:

- Rz 45: Welche konkrete Massnahmen zur Überwachung erforderlich sind, beispielsweise ob die Depotbanken, bei denen die Mitarbeitenden Konti/Depots haben in periodischen Zeitabständen die Kontoauszüge direkt an die Arbeitgeberin senden sollen oder die Mitarbeitenden diese einreichen müssen oder ob solche nur auf Anfrage einzureichen sind oder ob lediglich (aber in jedem Fall) eine Meldung der betreffenden Konto-/Depotverbindung erforderlich ist, mit einer Ermächtigung des Mitarbeiters an seine Arbeitgeber im Bedarfsfalle darin Einblick zu nehmen.
- Rz 50: Hinweise, welche Mitarbeitenden z.B. typischerweise gemäss Risikoeinschätzung in besonderem Mass dem Erhalt von für die Marktaufsicht relevanten Informationen ausgesetzt sind.
- Rz 52 und 53: Wie solche wirksamen Systeme und Risikokontrollen implementiert werden können und wie die dem über ihre Handelssysteme laufenden algorithmischen Handel zugrunde liegenden Handelsstrategien in einer auch für Dritte nachvollziehbare Art und Weise dokumentiert werden können.

¹³ Vgl. dazu etwa die Pressemitteilung der Europäischen Kommission vom 25. Juli 2012: Libor-Skandal: Kommission schlägt EU-weite Massnahme zur Bekämpfung von Zinsmanipulationen vor.

2 Aufzeichnungspflichten

Die Umsetzung der Aufzeichnungspflichten könnte zu praktischen Problemen führen. Die Aufzeichnungspflichten betreffend Mobiltelefone sind allenfalls z.B. zeitlich zu beschränken, zumindest dann, wenn diese sich auch auf private Mobiltelefone beziehen würde.

* * * * *

Wir stehen jederzeit gerne zur Erläuterung unsere Vorschläge zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüßen



Mariel Hoch



Till Spillmann

De: Luca Schenk <Luca.Schenk@berne-x.com>
Envoyé: lundi 13 mai 2013 10:20
À: Nussbaumer Annemarie
Objet: Anhörung Rundschreiben 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ (Totalrevision des FINMA-RS 08/38): Stellungnahme der BX Berne eXchange

Sehr geehrte Frau Dr. Nussbaumer

Wir nehmen zum Entwurf und Erläuterungsbericht zum Rundschreiben 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ (Totalrevision des FINMA-RS 08/38) folgendermassen Stellung:

Rz 28-31 Market Making

Der Begriff Market Making wird mit der zeitgleichen Eingabe von kauf- und verkaufseitiger Liquidität definiert:

- Ein solcher Begriff setzt die Auftragsform „Quote“ voraus. Wie soll die leicht verzögerte Geld- bzw. Briefauftragstellung (z.B. durch manuelle Eingabe) in Systemen erfolgen, die eine solche Auftragsform nicht vorsehen?
- Das Market Making kann zeitweise nur auf einer Seite erfolgen, z.B. nur kaufseitige Liquidität. Dies ist besonders bei weniger liquiden Effekten wie Aktien von Small-caps oder strukturierten Produkten der Fall. Die wenigstens kaufseitige Liquidität gibt Anlegern eine begrüssenswerte Ausstiegsmöglichkeit und es handelt sich um eine tatsächliche Kaufabsicht.
- Die unternehmenseigene Kurspflege (über und nach Preisstabilisierung nach öffentlicher Effektenplatzierung gemäss Art. 55e BEHV und gemäss Rz 30 FINMA RS 08/38) wird nicht mehr explizit erwähnt. Hauptsächlich bei Aktien von KMU, bei denen ein professionelles Market Making zu teuer wäre, stellen Unternehmen selbst mindestens einen Geldkurs und es handelt sich um eine tatsächliche Kaufabsicht. Ist es angedacht diese unter Rz 31 als implizit zu verstehen?
- Der Erläuterungsbericht weist in 4.6. Para 8 darauf hin, dass die oben genannten Verhaltensweisen manipulativ sein könnten. Dies trifft nur bei entsprechenden Absichten zu. Sie sollten deshalb auch in den vorerwähnten Formen weiterhin explizit als zulässig aufgeführt werden, wenn sie ohne unlautere Absichten erfolgen. Sie sind für den Markt und die Marktteilnehmer wichtig.

Rz 38 Umgang mit marktmissbräuchlichen Geschäften

Die Börsen und börsenähnlichen Einrichtungen sind gestützt auf die geltende Gesetzgebung zur Überwachung des Handels verpflichtet. Wir gehen davon aus, dass sich daran nichts ändert. Die Anwendung der Rz 38 in dieser Form auf die Börsen macht wenig Sinn. Da das Rundschreiben neu explizit auch auf die Börsen Anwendung finden soll, wäre mindestens hier darauf hinzuweisen, dass dies für Rz 38 nicht zutrifft. Oder ist angedacht, dass man über die Risikoanalyse zu diesem Ergebnis kommt?

Organisationspflichten allgemein und Rz 43-45 Überwachung Mitarbeitergeschäfte /Rz 50 Aufzeichnungspflichten

Wir gehen insgesamt davon aus, dass für Börsen und börsenähnliche Einrichtungen über die Risikoanalyse die Organisationspflichten weitgehend nicht nur Anwendung kommen. Die Anwendung von Rz 43-45 ist unbestritten. Hingegen sollte für Rz 50 allenfalls präzisiert werden, ob und wenn, wie die Anwendung auf Börsen und börsenähnliche Einrichtungen aussehen soll.

Gerne stehen wir Ihnen für Fragen jederzeit zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

Dr. Luca Schenk

Dr. Luca Schenk | Geschäftsführer
BX Berne eXchange | Berner Börsenverein
Aarberggasse 36 | CH-3011 Bern
T +41 (0)31 329 40 40 | F +41 (0) 31 311 53 09
O office@berne-x.com | D luca.schenk@berne-x.com
www.berne-x.com

This message contains information which may be confidential. It is intended for the addressee(s) only. Unless you are a named addressee (or authorised by an addressee who received this message), access to this e-mail, or any disclosure or copying of its contents, or any action taken (or not taken) in reliance on it is unauthorised and may be unlawful. If you have received this e-mail in error, please inform the sender immediately and delete this e-mail and any copy or content from your system.

BX Berne eXchange cannot guarantee that e-mail communications are secure or error-free, as information could be intercepted, corrupted, amended, lost, destroyed, arrive late or incomplete, or contain viruses.

*Eidg. Finanzmarktaufsicht
Dr. Annemarie Nussbaumer*

*per Email an
annemarie.nussbaumer@finma.ch*

Zug, den 13. Mai 2013

**Stellungnahme zur Anhörung über das Rundschreiben 2013/xy „Marktverhaltensregeln“
(Totalrevision des FINMA-RS 08/38)**

Sehr geehrter Frau Dr. Nussbaumer,

Gerne nehmen wir die Möglichkeit wahr, Stellung zum Rundschreiben Marktverhaltensregeln zu beziehen. Wir beziehen uns dabei in erster Linie auf die Ethischen Grundsätze und Standesrichtlinien des CFA Institute (Beilage), die für unsere Mitglieder verbindlich sind. Gerne verweisen wir zudem auf das Standards of Practice Handbook, das die Ethischen Grundsätze und Standesrichtlinien in seiner 10. Ausgabe von 2010 anhand umfangreiche Praxisbeispiele und Fallstudien konkretisiert.

Generelle Bemerkungen

Wir begrüßen die allgemeine Stossrichtung des Rundschreibens, die zur Konkretisierung und Verschärfung der Marktverhaltensregeln führen soll. Gerade im Lichte der andauernden Finanzkrise ist es von zentraler Bedeutung, dass das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Integrität der Märkte nicht durch inkonsistente Umsetzung wichtiger Verhaltensnormen kompromittiert wird. Dazu gehören ohne Zweifel die Strafnormen zu Insiderhandel und Marktmanipulation, denen hierzulande noch zu oft das Attribut des Gentleman's Delikts anhaftet. Diese Wahrnehmung muss gebrochen werden.

Insiderinformationen (Rz 5 – 8)

Wir glauben, es wäre hilfreich, im Rundschreiben Bezug zu nehmen auf die international etablierte Definition der Insiderinformation als „material, non-public information“, die insbesondere im angelsächsischen Fallrecht gut dokumentiert ist. Die Kumulation der Attribute Vertraulichkeit und Materialität macht die Insiderinformation aus. Wir bezweifeln allerdings, dass der in Rz 8 angelegte Massstab des durchschnittlichen Marktteilnehmers zielführend ist, zumal im Zusammenhang mit der Marktmanipulation der Massstab des „verständigen

und mit dem Markt vertrauten Marktteilnehmers" (Rz 14) angelegt wird. Die Materialitätsschwelle wird dadurch ungebührlich erhöht, da fachkundige Marktteilnehmer so zum Nachteil des durchschnittlichen Teilnehmers profitieren könnten.

Andererseits fehlt unseres Erachtens eine explizite Würdigung der in der Literatur und Kasuistik häufig genannten Mosaiktheorie als Verteidigungsstrategie des Analytikers gegen den ungerechtfertigten Vorwurf des Insiderhandels. Die Mosaiktheorie besagt, dass durch sorgfältige und wohldokumentierte Analyse ein Mosaik von nicht materiellen, vertraulichen Informationen und materiellen, öffentlichen Informationen so zusammengesetzt werden kann, dass sich für die Analytikerin daraus ein Bild ergibt, das der Insiderinformation gleich kommt, ohne dass sie Zugriff auf diese Information gehabt hätte. Für die Entwicklung des Finanzplatzes Schweiz als Standort hochwertiger Finanzanalyse ist es von grosser Bedeutung, hierüber Rechtssicherheit zu haben.

Hochfrequenzhandel (Rz 15 sowie 52, 53)

Das Rundschreiben stellt in Rz 15 implizit fest, dass im Hochfrequenzhändler ein erhöhtes Risiko der Marktmanipulation durch Senden falscher oder irreführender Signale über Angebot, Nachfrage oder Preise besteht. Diesem erhöhten Risiko soll gemäss Rz 52 und 53 nur durch entsprechende Systeme, Kontrollen und Dokumentation der Strategie begegnet werden. Angesichts der schnell wechselnden Strategien muss Rz 53 unseres Erachtens im Minimum dahingehend ergänzt werden, dass die Strategien *zu jedem Zeitpunkt* auf für Dritte nachvollziehbare Art dokumentiert werden.

Wir möchten die Finma ferner darauf hinweisen, dass ihre wertneutrale Beobachtung des Hochfrequenzhandels möglicherweise nicht mehr aktuell ist. Beispielsweise hat der allgemein hoch respektierte Charles Munger, Vice Chairman von Berkshire Hathaway, den Hochfrequenzhandels als „legalisierte Form des Front-Running" und „grundsätzlich böse" qualifiziert (Interview mit CNBC am 3. Mai 2013). Deutlich weniger weit geht Prof. Harris, CFA im beiliegenden Artikel: Er sieht einen schädlichen Rüstungswettlauf zwischen immer weniger Hochfrequenzhändlern, der schliesslich in einer Monopolstellung des schnellsten Händlers münden wird. Diesen Rüstungswettlauf schlägt er vor aufzuhalten durch eine zufällige Verzögerung der eintreffenden Börsenaufträge zwischen 0 und 10 Millisekunden.

Für eine Fundamentaldebatte über Nutzen und Schaden des Hochfrequenzhandels ist hier kaum der richtige Ort, denn diese Diskussion ist grundsätzlich unter dem Titel der Marktfragmentierung zu führen. Als Investorenvertreter regen wir daher an, dass die Finma die unter Fachleuten im Gleichschritt mit steigendem Marktanteil bzw. fallender Haltedauer wachsende Skepsis gegenüber dem Hochfrequenzhandel und seinen tatsächlichen oder wahrgenommenen Auswirkungen auf die Marktintegrität im Rahmen ihrer prudenziellen Aufsicht ein gewichtiges Augenmerk widmet. Aber auch unter dem Titel des Marktmissbrauchs ist erhöhte Aufmerksamkeit (inkl. Allokation qualifizierter Ressourcen) angebracht, können doch andernfalls Hochfrequenzhändler mittels sogenannt räuberischer Algorithmen anderen Marktteilnehmern unerkannt und unbestraft Schaden zufügen.

Namentlich zulässige Effektengeschäfte und Verhaltensweisen (Rz 28)

Gemäss Rz 20 sind der Kauf und Verkauf von denselben Effekten auf Rechnung ein und desselben wirtschaftlich Berechtigten (Wash Trades) verboten. Ab Rz 28 folgen namentlich zulässige Effektengeschäfte und Verhaltensweisen. Wir empfehlen, dieser Auflistung namentlich zulässiger Effektengeschäfte zusätzlich Optionsstrategien wie Straddles und Strangles beizufügen. Dies soll verhindern, dass der gleichzeitige Kauf bzw Verkauf von Calls und Puts als Umgehung von Rz. 20 interpretiert werden kann. Wir interpretieren diese Strategien als Umsetzung einer Marktmeinung und nicht als „Wash Trades“.

Organisationspflichten generell (Rz 36 bis 54)

Die Finma befolgt einen individuellen („Massgabe für Risikoeinschätzung und Massnahmenkatalog ergibt sich aus Art der Geschäftstätigkeit, Grösse und Struktur“), risikobasierten („Ausrichtung auf Risikosituation“) und präventiven Ansatz („Frühwarnsystem“). Aufbauend auf den individuellen Charakteristika der „Beaufsichtigten“ soll „bei Bedarf“ oder „einmal jährlich“ eine Risikoanalyse stattfinden, die als Basis für die Definition organisatorischer Massnahmen dient. Risikoeinschätzung und definierte Massnahmen geben Aufschluss darüber, inwiefern ein Beaufsichtigter vom Rundschreibenentwurf betroffen ist und welche organisatorischen Folgen diese Betroffenheit nach sich zieht. Es ist denkbar, dass aufgrund der Risikoeinschätzung auf die Vornahme der vorgeschriebenen Handlungen verzichtet werden kann. Es gilt das Comply or Explain-Prinzip. Eine wesentliche Rolle kommt der Prüfungsgesellschaft zu.

Positiv bewerten wir die Individualität und Flexibilität des Ansatzes, welche den individuellen Charakteristika der Beaufsichtigten Rechnung trägt und so eine „Überregulierung“ verhindert. Die angemessene Frequenz der Risikoeinschätzung (bei Bedarf/ einmal jährlich); die Flexibilität durch das Comply or Explain-Prinzip; sowie die angemessene Präzisierung der Überwachungs-, Abklärungs-, und Informationspflichten finden wir ebenfalls sinnvoll.

Offen bleibt die Frage ob die Verschiebung der Verantwortung auf die Prüfungsgesellschaft in jedem Fall vorteilhaft ist und ob die Prüfungsgesellschaften in jedem Einzelfall in der Lage sind, die Risiken (Art und Umfang des Risikos, Eintrittswahrscheinlichkeit, Konsequenzen) adäquat zu beurteilen. Versagt die Kontrolle durch die Prüfgesellschaften, so bleibt die Risikoeinschätzung, die als Grundlage für Betroffenheit dient der subjektiven Einschätzung der Beaufsichtigten überlassen. Wir empfehlen deshalb genauere Regeln im Bezug auf Art und Umfang des Risikos, Eintrittswahrscheinlichkeit und mögliche Konsequenzen aufzustellen, welche als objektive Richtschnur die Entscheidung für oder wider die Einführung von Organisationspflichten (und deren Umfang) erleichtern würde.

Umgang mit marktmissbräuchlichen Geschäften (Rz 38, 39)

Das Rundschreiben verlangt bei „offensichtlichen Anzeichen“ des Vorliegens von Kundengeschäften, die mit den diskutierten Marktverhaltensregeln in Konflikt stehen könnten, dass die Beaufsichtigten die Hintergründe abzuklären haben und sich gegebenenfalls der Mitwir-

kung entziehen können. Eine Meldepflicht solcher vermuteter Vergehen zu Händen der Firma wird jedoch nur für solche Fälle statuiert, die eine wesentliche Bedrohung für den Finanzplatz oder die Risiken eines Beaufsichtigten nach sich ziehen können.

Wir sind der Auffassung, dass eine derart qualifizierte Meldepflicht – immerhin bei Vorliegen *offensichtlicher* Anzeichen – ethisch kaum zu rechtfertigen ist und die Erwartungen der Marktteilnehmer an eine konsequente Durchsetzung der Marktverhaltensregeln nicht erfüllt. Der Beaufsichtigte wird zwar für solche Fälle von seiner vertraglichen Verpflichtung zur Durchführung der fraglichen Effektengeschäfte entbunden, was sich nota bene zur Verhinderung einer allfälligen Gehilfenschaft förmlich aufdrängt, aber es wird nicht von ihm erwartet, das offensichtliche Vergehen, welches gemäss Rz 49 ordentlich zu dokumentieren ist, an die Aufsichtsbehörden zu melden. Diese Regelung ist einer konsequenten Durchsetzung der Marktverhaltensregeln zum Schutz der Marktintegrität in der öffentlichen Wahrnehmung nicht förderlich.

Aufzeichnungspflichten (Rz49 bis 51)

Das neue Gesetz erweitert den risiko-relevanten Personenkreis und setzt strengere Vorgaben für die Wahrung von Integrität und Gesetzestreue. Wir begrüssen die Untersagung jeglicher ein- und ausgehender Gespräche im Handelsraum, die nicht aufnahmefähig sind; die Verlängerung der Aufbewahrungsdauer sowie den Einschluss der Mobiltelefone in die Aufzeichnungspflicht.

Wir müssen aber aufgrund der praktischen Erfahrungen der Vergangenheit festhalten, dass unserer Meinung nach die ausgeweitete Aufzeichnungspflicht nicht weit genug geht. Eine wichtige Quelle für Insider-Informationen ist nämlich weder in der Aufzeichnungspflicht ausdrücklich erwähnt, noch wird diese in den restlichen überarbeiteten Gesetzesbereichen ausreichend abgedeckt: Wir finden, dass Arbeitsgespräche (z.B. 1:1 Meetings) zwischen Fondsmanagern, Analysten und Händlern einerseits und Firmenvertretern (insbesondere Corporate Executives) andererseits auch aufgezeichnet werden sollten. Solche Gespräche finden regelmässig in Form von Firmenbesuchen, Roadshows oder Follow-up-Meetings statt. Unserer Einschätzung nach sind solche Gespräche geradezu prädestiniert, Grauzonen auszuschöpfen oder Grenzen zu überschreiten. Die Aufzeichnung der Unterhaltungen ist für die Beteiligten nicht nur mit Aufwand verbunden, sondern kann diese auch vor falschen Verdächtigungen schützen.

Für das Interesse, das Sie unseren Anliegen und Überlegungen entgegenbringen, danken wir Ihnen sehr. Selbstverständlich steht Ihnen Christian Dreyer bei Rückfragen gerne zur Verfügung.

Die CFA Society Switzerland (vormals Swiss CFA Society) wurde 1996 als Swiss Society of Investment Professionals gegründet. Sie ist eine von 135 lokalen Gesellschaften des CFA Institute in 58 Ländern, welches insgesamt rund 110'000 Mitglieder zählen. Die CFA Society Switzerland ist eine non-profit Organisation mit über 2'200 Mitgliedern. Sie ist bestrebt, fundiertes Fachwissen, Professionalität und Integrität in der Vermögensverwaltung zu fördern. Unsere Organisation vertritt die Interessen ihrer Mitglieder, der Investoren und der allgemeinen Öffentlichkeit zum Wohle der Gesellschaft.

Alle unsere Mitglieder sind an die Ethischen Grundsätze und Standesrichtlinien des CFA Institute (Beilage) gebunden und müssen jedes Jahr bestätigen, dass sie sich daran halten.

Freundliche Grüsse

CFA Society Switzerland

Sig. Florian Esterer, CFA

Vice President

Sig. Christian Dreyer, CFA

CEO

Beilagen:

- Ethische Grundsätze und Standesrichtlinien des CFA Institute
- Prof. Larry Harris, „What to do about High Frequency Trading?“, FAJ 02/2013

ETHISCHE GRUNDSÄTZE UND STANDESRICHTLINIEN (Code of Ethics and Standards of Professional Conduct)



PRÄAMBEL

Die Ethischen Grundsätze und Standesrichtlinien (Grundsätze und Standards) bilden eine sehr bedeutende Grundlage der Werte des CFA Institute. Um das Ziel zu erreichen, den Investment Professionals weltweit durch die Festlegung hoher Standards in Ausbildung, Integrität und professioneller Arbeit Richtlinien an die Hand zu geben, sind sie von überragender Bedeutung. Hohe ethische Standards sind von großer Bedeutung, um das Vertrauen der Öffentlichkeit in die Finanzmärkte und in die Investment Professionals zu wahren. Seit ihrer Einführung in den 60er Jahren unterstrichen die Grundsätze und Standards die Integrität der Mitglieder des CFA Institute und dienen als Modell für die ethischen Maßstäbe der Investment Professionals weltweit, unabhängig von Position, kulturellen Unterschieden oder nationalen Gesetzen und Vorschriften. Alle Mitglieder des CFA Institute (einschließlich der Inhaber des Titels Chartered Financial Analyst® (CFA®)) und die CFA-Kandidaten müssen die Grundsätze und Standards einhalten und sind aufgefordert, ihre Arbeitgeber darüber zu informieren. Verletzungen können zu disziplinarischen Maßnahmen durch das CFA Institute führen. Die Sanktionen können die Aberkennung der Mitgliedschaft, des Kandidatenstatus für das CFA-Programm und des Rechts, den CFA-Titel zu führen, beinhalten.

ETHISCHE GRUNDSÄTZE (CODE OF ETHICS)

Die Mitglieder des CFA Institute (einschließlich der Inhaber des Titels Chartered Financial Analyst® (CFA®)) sowie die Kandidaten für den CFA-Titel („Mitglieder und Kandidaten“) müssen:

- im Umgang mit Öffentlichkeit, Kunden, potenziellen Kunden, Arbeitgebern, Mitarbeitern, Kollegen aus der Investmentbranche und anderen Teilnehmern an den globalen Finanzmärkten mit Integrität, Kompetenz, Sorgfalt, Respekt und in ethischer Weise einwandfrei handeln.
- die Integrität des Berufsstands der Investmentbranche und die Interessen ihrer Kunden über ihre eigenen persönlichen Interessen stellen.
- bei der Analyse von Investments, bei der Abgabe von Anlageempfehlungen, bei Investmentaktionen und bei anderen professionellen Aktivitäten eine angemessene Sorgfalt walten lassen und unabhängige professionelle Entscheidungen treffen.
- ihren Beruf auf eine professionelle und ethisch einwandfreie Weise ausüben und andere dazu ermutigen, das Gleiche zu tun, um Vertrauen in ihre eigene Person und in die Investmentbranche zu schaffen.
- die Integrität der Finanzmärkte fördern und die Regeln, die für diese gelten, einhalten.
- ihre berufliche Kompetenz wahren und verbessern und bestrebt sein, die Kompetenz anderer Angehöriger der Investmentbranche zu wahren und zu verbessern.

STANDESRICHTLINIEN (STANDARDS OF PROFESSIONAL CONDUCT)

I. PROFESSIONALITÄT

- A. Kenntnis der Gesetze.** Die Mitglieder und Kandidaten müssen alle anzuwendenden Gesetze, Regeln und Vorschriften (einschließlich der Ethischen Grundsätze und Standesrichtlinien des CFA Institute) von Regierungen, Aufsichtsbehörden, Lizenzierungsstellen oder Berufsverbänden, die ihre professionellen Aktivitäten betreffen, verstehen und einhalten. Im Konfliktfall müssen die Mitglieder und Kandidaten die jeweils strengeren Gesetze, Regeln oder Vorschriften einhalten. Die Mitglieder und Kandidaten dürfen sich nicht wissentlich an Verletzungen dieser Gesetze, Regeln oder Vorschriften beteiligen oder solche Aktivitäten unterstützen und müssen sich von solchen Aktivitäten distanzieren.
- B. Unabhängigkeit und Objektivität.** Die Mitglieder und Kandidaten müssen angemessene Sorgfalt walten lassen, um bei ihren beruflichen Aktivitäten Unabhängigkeit und Objektivität zu erreichen und zu wahren. Die Mitglieder und Kandidaten dürfen keine Geschenke, Vorteile, Vergütungen oder Entgelte anbieten, erbitten oder annehmen, wenn davon auszugehen ist, dass diese ihre eigene oder die Unabhängigkeit und Objektivität einer anderen Person beeinträchtigen.
- C. Falschdarstellung.** Die Mitglieder und Kandidaten dürfen falsche Darstellungen über Investmentanalysen, Empfehlungen oder andere berufliche Aktivitäten nicht wissentlich geben.
- D. Fehlverhalten.** Die Mitglieder und Kandidaten dürfen sich an keinen beruflichen Aktivitäten beteiligen, welche Unehrlichkeit, Betrug oder Täuschung beinhalten. Ferner dürfen sie keine Handlung begehen, die ihrer beruflichen Reputation, Integrität oder Kompetenz schadet.

II. INTEGRITÄT DER FINANZMÄRKTE

- A. Nicht öffentliche Informationen von Bedeutung.** Mitglieder und Kandidaten, die im Besitz nicht öffentlicher Informationen von Bedeutung sind, die Auswirkungen auf den Wert eines Investments haben könnten, dürfen keine Handlungen anhand dieser Informationen vornehmen und dürfen auch andere Personen nicht dazu veranlassen, solche Handlungen vorzunehmen.
- B. Marktmanipulation.** Mitglieder und Kandidaten müssen alle Handlungen unterlassen, die dazu geeignet sind, Preise zu manipulieren, das Handelsvolumen künstlich aufzublähen oder auf andere Art den Zweck haben, Marktteilnehmer zu täuschen.

III. PFLICHTEN GEGENÜBER KUNDEN

- A. Loyalität, Umsicht und Sorgfalt.** Die Mitglieder und Kandidaten haben die Pflicht, ihren Kunden gegenüber loyal zu sein. Sie müssen angemessene Sorgfalt walten lassen und umsichtiges Urteil ausüben. Die Mitglieder und Kandidaten müssen zum Wohle ihrer Kunden handeln und die Interessen ihrer Kunden über die Interessen ihres Arbeitgebers oder ihre eigenen Interessen stellen.
- B. Faires Geschäftsgebahren.** Die Mitglieder und Kandidaten müssen sich gegenüber allen Kunden fair und objektiv verhalten, wenn sie Investmentanalysen bereitstellen, Empfehlungen aussprechen, Investmentaktionen durchführen oder sich auf andere Weise beruflich betätigen.

C. Angemessenheit.

1. Wenn die Mitglieder und Kandidaten in einem Beratungsverhältnis mit einem Kunden stehen, müssen sie:
 - a. die Anlageerfahrung, die Risikobereitschaft, die Ertragsersparung und die finanzielle Leistungsfähigkeit des Kunden oder des potenziellen Kunden angemessen untersuchen, bevor sie eine Anlageempfehlung aussprechen oder eine Investmentaktion durchführen. Sie müssen diese Informationen regelmäßig überprüfen und aktualisieren.
 - b. bevor sie eine Anlageempfehlung aussprechen oder eine Investmentaktion durchführen, die Eignung eines Investments für einen Kunden vor dem Hintergrund seiner finanziellen Situation feststellen und überprüfen, ob dieses Investment den in schriftlicher Form vorliegenden Zielsetzungen, Aufträgen und Einschränkungen des Kunden entspricht.
 - c. die Angemessenheit von Investments unter Berücksichtigung des gesamten Kundenportfolios beurteilen.
2. Sofern Mitglieder und Kandidaten für die Verwaltung eines Portfolios im Rahmen eines bestimmten Auftrags, einer bestimmten Strategie oder eines bestimmten Stils verantwortlich sind, dürfen sie nur Anlageempfehlungen aussprechen oder Investmentaktionen durchführen, die den ausdrücklichen Zielen und Beschränkungen für das Portfolio entsprechen.

D. Darstellung der Performance. Wenn Mitglieder oder Kandidaten Angaben zur Performance eines Investments machen, müssen sie angemessene Anstrengungen unternehmen, um sicherzustellen, dass diese Informationen fair, genau und vollständig sind.

E. Beachtung der Vertraulichkeit. Mitglieder und Kandidaten müssen die Informationen über ihre aktuellen, früheren und potenziellen Kunden vertraulich behandeln, es sei denn:

1. die Informationen betreffen ungesetzliche Aktivitäten durch den Kunden oder den potenziellen Kunden.
2. es ist gesetzlich erforderlich, Auskunft zu erteilen.
3. der Kunde oder potenzielle Kunde gestattet die Auskunftserteilung über die Informationen.

IV. PFLICHTEN GEGENÜBER ARBEITGEBERN

A. Loyalität. In Angelegenheiten, die ihr Arbeitsverhältnis betreffen, müssen Mitglieder und Kandidaten im Interesse ihres Arbeitgebers handeln. Sie dürfen ihm keine Vorteile aufgrund ihrer Kenntnisse und Fähigkeiten vorenthalten. Sie dürfen keine vertraulichen Informationen preisgeben oder ihrem Arbeitgeber auf andere Weise Schaden zufügen.

B. Vereinbarungen über zusätzliche Vergütungen. Mitglieder und Kandidaten dürfen keine Geschenke, Vorteile, Vergütungen oder Entgelte annehmen, die in Konflikt mit den Interessen ihres Arbeitgebers stehen oder bei denen auf Basis gesunden Menschenverstandes davon ausgegangen werden kann, dass diese mit den Interessen ihres Arbeitgebers in Konflikt stehen, es sei denn, sie erhalten die Zustimmung aller beteiligten Parteien in schriftlicher Form.

C. Verantwortlichkeiten als Vorgesetzte. Mitglieder und Kandidaten müssen angemessene Anstrengungen zur Aufdeckung und Verhinderung von Verletzungen der anwendbaren Gesetze, Regeln und Vorschriften sowie der Grundsätze und Standards durch Personen unternehmen, die sich in ihrer Verantwortung befinden.

V. INVESTMENTANALYSE, -EMPFEHLUNGEN UND -AKTIONEN

A. Sorgfalt und angemessene Grundlagen. Die Mitglieder und Kandidaten müssen:

1. Sorgfalt, Unabhängigkeit und Gründlichkeit bei der Analyse von Investments, bei Anlageempfehlungen und bei Investmentaktionen anwenden.

2. eine vernünftige und angemessene Grundlage, unterstützt von geeigneten Untersuchungen und Recherchen, für alle Investmentanalysen, -empfehlungen oder -aktionen schaffen.

B. Kommunikation mit Kunden und potenziellen Kunden. Mitglieder und Kandidaten müssen:

1. Kunden und potenziellen Kunden Grundprinzipien und die allgemeinen Prinzipien der Investmentprozesse erklären, die für die Analyse von Investments, die Auswahl von Wertpapieren und den Aufbau von Portfolios Anwendung finden. Sie müssen sie unverzüglich über alle Änderungen informieren, die diese Prozesse nachhaltig beeinflussen könnten.
2. nachvollziehbare Urteile bei der Identifizierung der Faktoren treffen, die für ihre Investmentanalysen, -empfehlungen oder -aktionen wichtig sind, und ihre Kunden und potenziellen Kunden über diese Faktoren informieren.
3. bei der Darstellung von Investmentanalysen und -empfehlungen zwischen Fakten und Meinungen differenzieren.

C. Aufbewahrung von Unterlagen. Mitglieder und Kandidaten müssen geeignete Aufzeichnungen entwickeln und führen, um ihre Investmentanalysen, -empfehlungen und -aktionen sowie andere investmentbezogene Mitteilungen an ihre Kunden und potenziellen Kunden zu unterstützen.

VI. INTERESSENKONFLIKTE

A. Offenlegung von Interessenkonflikten. Mitglieder und Kandidaten müssen alle Punkte vollständig und fair offen legen, von denen erwartet werden kann, dass sie ihre Unabhängigkeit und Objektivität beeinflussen oder mit ihren Pflichten gegenüber ihren Kunden, ihren potenziellen Kunden und ihrem Arbeitgeber in Widerspruch stehen könnten. Mitglieder und Kandidaten müssen sicherstellen, dass diese Offenlegungen gut erkennbar und in verständlicher Sprache verfasst sind, und die entsprechenden Informationen in effektiver Weise kommunizieren.

B. Priorität von Transaktionen. Investmenttransaktionen im Auftrag von Kunden und Arbeitgebern müssen Priorität über Investmenttransaktionen haben, bei denen das Mitglied oder der Kandidat der Nutznießer ist.

C. Vermittlungsgebühren. Mitglieder und Kandidaten müssen ihrem Arbeitgeber, ihren Kunden und ihren potenziellen Kunden gegenüber alle Vergütungen, Entgelte oder Vorteile bekannt geben, die sie von anderen Personen für die Empfehlung von Produkten oder Services erhalten haben oder diesen für die Empfehlung von Produkten oder Services haben zukommen lassen.

VII. VERANTWORTLICHKEITEN ALS MITGLIED ODER KANDIDAT DES CFA INSTITUTE

A. Verhalten als Mitglied oder Kandidat des CFA-Programms. Mitglieder und Kandidaten dürfen kein Verhalten zeigen, das den Ruf oder die Integrität des CFA Institute oder des CFA-Titels oder die Integrität, die Gültigkeit oder die Sicherheit der CFA-Prüfungen beeinträchtigt.

B. Verweise auf das CFA Institute, den CFA-Titel und das CFA-Programm. Mitglieder und Kandidaten dürfen bei Verweisen auf das CFA Institute, ihre Mitgliedschaft im CFA Institute, den CFA-Titel oder ihre Teilnahme am CFA-Programm die Bedeutung oder die Auswirkungen ihrer Mitgliedschaft im CFA Institute, ihres CFA-Titels oder ihrer Teilnahme am CFA-Programm nicht falsch oder übertrieben darstellen.

“Falls Diskrepanzen zwischen der deutschen und englischen Version des CFA Institute-Ethikkodex bestehen, ist im Zweifelsfalls die englischsprachige Version ausschlaggebend.“



GUEST EDITORIAL

Larry Harris, CFA
Fred V. Keenan Professor of Finance
Marshall School of Business, University of Southern California
Los Angeles

What to Do about High-Frequency Trading

Like powerful tools or drugs, high-frequency trading (HFT) is both extraordinarily valuable and incredibly dangerous. Although HFT greatly reduces average trading costs for investors, it also poses systemic risks to the markets, hurts investors through front running, and decreases investor confidence.

Concerns about the potential damage from HFT have produced many high-frequency complainers, especially among buy-side traders. Their concerns are real, and regulators must address them.

But regulators also must be careful. Poorly conceived policies could easily hurt the markets. For example, current proposals to require minimum resting times for orders would damage markets without producing much benefit.

The debate about HFT has been quite emotional, in large part because people naturally fear what they do not understand well.

A seemingly obvious but incorrect argument has also influenced the debate: Many people believe that restrictions on HFT cannot harm the markets because investment decisions are not made over one-second intervals, much less over millisecond intervals. The premise of this argument is right, but the conclusion is wrong. HFT promotes markets by making them more liquid and thus ultimately lowers corporate costs of capital. High-frequency traders need to submit and cancel their orders quickly to provide liquidity cheaply.

The most pressing danger that the markets face from HFT is least recognized: High-frequency traders are engaged in a costly technology arms race that will not end well for investors if regulators do not act soon. Fortunately, a simple change in order-handling procedures—described herein—can sensibly stop this race.

Identifying what regulators should and should not do about HFT requires some understanding of what high-frequency traders do.

A Quick Brief

HFT is trading for which success depends critically on low-latency communications and decision making. High-frequency traders use computers to process electronic data feeds, make trading decisions, and convey orders to electronic exchanges over intervals measured in micro- and milliseconds. HFT has grown with the electronic exchanges that enable it.

HFT strategies vary considerably. Most high-frequency traders use dealing and arbitrage strategies to offer liquidity or to move liquidity among markets. Some high-frequency traders trade on news feeds about fundamental values. Lastly, a few high-frequency traders actively front-run other traders.

Valuable HFT. High-frequency traders who use dealing and arbitrage strategies make markets liquid by providing investors with opportunities to trade. Numerous reliable studies have shown that transaction costs for both retail and institutional traders have decreased substantially with the growth of HFT.

The cost savings are easy to understand. In comparison with human dealers, computers

- have perfect attention spans,
- follow instructions exactly,
- do not allow emotion to cloud their judgment,
- can watch and learn from thousands of sources of information simultaneously,
- do not cheat, and
- cost less and require smaller offices.

These advantages have greatly reduced transaction costs because many high-frequency traders compete with each other to provide liquidity. High-frequency traders have largely displaced traditional human dealers when they compete in the same markets.

Regulators must be very careful that they do not inadvertently harm the high-frequency traders who make markets liquid.

Guest Editorial is an occasional feature of the Financial Analysts Journal.

This piece reflects the views of the author and does not represent the official views of the FAJ or CFA Institute.

Harmful HFT. Some high-frequency traders use computers to monitor and interpret electronic news feeds. When they identify material information, they immediately trade on the favored side. These traders cause prices to reflect information about fundamental values faster than the prices otherwise would.

Traders who post standing limit orders that do not yet reflect the changes in value implied by news lose to high-frequency traders. These liquidity-supplying traders include dealers (most of whom are also high-frequency traders) and patient investors. Investors have always lost to better-informed traders, but many resent that they lose simply because they cannot learn about important events as quickly as high-frequency traders can.

The incremental economic benefit of prices made more efficient by seconds is hardly meaningful: Corporations do not make operating decisions that depend on informative stock prices—for example, decisions about capital structure or compensation—in the seconds immediately following news releases.

Regulators should protect investors from these losses by requiring companies to notify exchanges when they expect material information will be revealed during trading hours so that the exchanges can halt trading before the news arrives. Many already do. For the same reason, many governments release major information only when the markets are closed or at pre-announced times, before which liquidity suppliers generally cancel their standing orders.

Very Harmful HFT. A few high-frequency traders front-run buy-side traders who are working orders, thereby making the latter's trades more expensive. Such activities are legal if the high-frequency traders do not improperly obtain information about the orders they front-run.

Regulators would like to stop this type of HFT, but most policies that they might implement would have serious unintended consequences.

The strategies that high-frequency traders use to front-run other traders vary by whether they front-run orders that they expect traders to submit (order anticipation) or standing orders that traders have already posted (quote matching).

Order anticipators examine trades and quotes to detect when traders are using algorithms to split up large orders that will move the market. They then trade ahead of such orders to profit from expected price changes. The successful implementation of this strategy depends less on low-latency communications than on high-quality pattern-recognition algorithms. The order anticipation problem is thus not really an HFT problem.

This strategy is ancient. Like poker players, traders have always watched each other carefully to identify what they might do next. Computers are now essential to the successful implementation of order anticipation strategies because they can often recognize certain patterns faster and more accurately than people can and because much trading is now electronic.

Regulators can do little to protect buy-side traders from order anticipators without delaying or reducing the dissemination of quotes or trade reports. Either solution would make it harder to predict future orders, but both would make markets substantially less transparent, which would hurt investors.

The best hope for protecting large, algorithmic buy-side traders is to reduce the information about trade sizes that markets disseminate. In particular, instead of reporting actual trade sizes, markets should report only approximate trade sizes within various buckets or report only aggregated volumes at intervals of 5–10 minutes. These changes, together with the use of hidden orders and dark pools by large traders, would substantially reduce the ability of traders to identify future orders.

Quote matchers profit by extracting option values from standing limit orders submitted by slower traders. They trade ahead of such orders by improving prices slightly or by trading in another venue. If prices then change in their favor, they profit. But if they expect prices to move against them—perhaps because the prices of correlated securities or indices have changed—they immediately exit their positions by trading with the standing limit orders. The traders who issue the standing orders thus fail to trade when they wish they had and trade when they wish they had not.

Like order anticipation, quote matching has always been a problem for large buy-side traders. It was a primary source of profit for exchange specialists before electronic trading became common.

The success of the quote-matching strategy depends on how quickly traders can (1) cancel their unexecuted orders when the standing orders that they are front-running are canceled or filled and (2) trade with these standing orders when they want to exit their positions before the orders are canceled or filled by other traders. Low-latency high-frequency traders have thus come to dominate this strategy.

Regulators could protect buy-side traders from quote-matching high-frequency traders by prohibiting high-frequency traders from canceling their orders too quickly. A minimum resting time would cause high-frequency traders to lose more often when markets move against them while they are trying to establish their positions.

Unfortunately, this rule—which regulators are actively considering—would also cause liquidity-supplying high-frequency traders to lose more often when offering liquidity, which would ultimately increase investor transaction costs. The harm done to market liquidity would be much greater than the benefit obtained from discouraging quote-matching high-frequency traders because they trade much less often than liquidity-supplying high-frequency traders.

The Technology Arms Race

High-frequency traders are engaged in an arms race.¹ To beat their competitors, each trader is spending increasingly large sums on expensive technologies to speed their trading. If actions are not taken to stop this arms race, investors will be worse off and economic welfare will decline.

High-frequency traders compete by offering better prices or more size when quoting to trade. They also quickly cancel their orders to avoid losing when market conditions change, and they occasionally initiate trades with other traders when attractive opportunities appear.

Being very fast is not enough to be a profitable high-frequency trader. Such traders must be faster than their competitors. The fastest high-frequency traders get the best places in line when quoting to trade, avoid trading when they no longer want to trade, and take valuable trading opportunities when they first arise. Slower high-frequency traders lose because they have to stand in line behind their faster competitors, because those competitors often trade with the slower traders to their disadvantage when market conditions change, and because those competitors take valuable trading opportunities before the slower traders can.

High-frequency traders go to great lengths to be faster than their competitors. They locate their servers next to exchange servers to minimize communication times. They pay for special high-speed data feeds and for the shortest communication lines between exchanges. They use extremely fast computers. They write hyperefficient computer code. And increasingly, they even hard-code their software onto silicon chips to minimize response times.

The long-run implications of this arms race are not yet well appreciated: The fastest high-frequency traders will eventually drive out their slower competitors, and only a few HFT firms offering liquidity—perhaps just one or two—will survive. The high costs of acquiring the technologies needed to be fast enough to compete successfully will become an insurmountable barrier to new competitors. Indeed, these costs already block all

but the most wealthy and wildly optimistic potential competitors.

Decreased competition among high-frequency traders will be a troubling outcome of this winner-take-all arms race. When the competition among high-frequency traders thins out, the remaining traders will no longer have to quote aggressive prices to obtain order flow. Investors will have to pay higher prices when they buy, and they will receive lower prices when they sell. The costs of trading will rise.

Economic welfare will suffer because high trading costs make investing less attractive to investors. Corporations that need to raise capital for new projects will have to sell securities at lower prices to attract investors, which will increase their capital costs. Fewer projects will be funded, and fewer jobs will be created. Everyone will be worse off if this arms race is not stopped.

Fortunately, a small and easily implemented change in exchange rules could substantially reduce the incentives to acquire the expensive trading technologies now required to compete successfully as a high-frequency trader. Regulators should simply require all exchanges to delay the processing of every order instruction they receive by a random period of between 0 and 10 milliseconds.

Without this rule, any high-frequency trader with merely a one-millisecond advantage over a competitor will always beat that competitor. With this rule, the faster high-frequency trader will beat the slower one only 59.5% of the time. (If the two high-frequency traders were equally fast, the rate would be 50%.) Both traders would still want to be faster, but the benefits of speed would be greatly reduced.

This small change would substantially reduce technology expenditures by high-frequency traders without any negative effect on the quality of the markets. Instead, by lowering the costs of entry, it would ensure that HFT remains a highly competitive business in which traders primarily compete against each other by improving prices and quoted sizes. The current competition—in which high-frequency traders invest in technologies whose only benefit is to give them an advantage over their competitors—provides no benefit to public investors.

Systemic Problems

Poorly designed or poorly used electronic trading systems pose systemic risks. In particular, trading systems that demand too much liquidity too quickly can cause prices to fall or rise to unreasonable levels. Many electronic trading systems can also generate so much order flow that they clog order-routing/processing systems and thereby

deny market access to other traders. These problems may arise when

1. an algorithm goes out of control and submits unanticipated orders (Knight Capital),
2. a trader misuses an algorithm by setting parameters that cause it to trade too aggressively (the May 2010 Flash Crash in U.S. equities),
3. the algorithms that traders simultaneously use get into a negative feedback loop in which they take turns responding to each other, or
4. terrorists, anarchists, national enemies, disgruntled employees, or mentally unstable traders obtain and exercise malicious control over an order-generating/routing system.

Although market destabilizing, the first two of these scenarios are self-correcting because they invariably lead to unacceptable losses to the traders ultimately responsible for the unintended orders. For example, the trader who used an algorithm to sell \$4.1 billion of S&P 500 Index e-mini futures contracts (thereby precipitating the Flash Crash) lost about \$150 million of his clients' assets in only 10 minutes. Fears of such losses cause well-run firms to devote substantial resources to avoiding them.

The greater problem for markets lies in algorithmic feedback because it is more likely to lead to excess order traffic that disrupts markets than to large trading losses that traders seek to avoid.

Regardless of their origins, these events all cause external damage to other traders (and to market confidence in general), for which the responsible traders are not penalized. Thus, expected trading losses may not provide sufficient incentive to reduce the incidence of such events, especially for poorly run firms in which those responsible for avoiding trading losses do not fully appreciate all trading risks. Indeed, the number of recent problems caused by algorithms suggests that firms have not paid sufficient attention to these issues.

Regulators should intervene by requiring that all firms that generate electronic orders have a kill switch. This proposal is reasonable: Firms that create orders by identifying various patterns in market data certainly can, and should, examine their own outgoing order flow to identify patterns inconsistent with their business models.

Preventing the malicious use of trading systems requires a different solution because anyone who can control a trading system may also be able

to disable its kill switch. To avoid these problems, all exchanges must monitor their incoming order flow to kill any inappropriate orders, or they must regularly inspect the kill switches to ensure that they have not been tampered with.

Conclusion

The vast majority of high-frequency traders benefit investors by creating more-liquid markets. Despite this well-documented fact, many commentators have called for slowing HFT by imposing minimum standing times for orders. However, faced with this constraint, high-frequency traders would quote less aggressive prices for smaller sizes to avoid losses to better-informed traders. This policy would have the unintended effect of increasing transaction costs for public investors.

Markets need to be slowed, but not because HFT is dangerous. Markets need to be slowed slightly to wisely stop an arms race that will eventually decrease competition among high-frequency traders and thereby increase investor transaction costs. Minimum standing times would not address this problem. Instead, we should delay the processing of all orders by a trivially short, random period of between 0 and 10 milliseconds, which would ensure that high-frequency traders always provide markets with very low transaction costs.

Why do buy-side traders complain so much about HFT? Perhaps because they are often caught between their portfolio managers and the markets in which they trade. All portfolio managers want better executions for their orders. When pressed about a disappointing execution, traders often find it easier to blame the markets than to accept responsibility.

Regulators give much credence to the opinions of buy-side traders on market structure issues because they are expert traders working in the trenches on behalf of public investors. But regulators should also remember that traders have complained about market structures for years. They have often been right, but not always.

HFT has made markets more liquid than ever by substantially reducing the costs of dealing. Regulators must act to protect this liquidity by ensuring that many high-frequency traders will always compete to fill the orders of public investors.

Notes

1. This section borrows from my recent op-ed in the *Financial Times*, "Stop the High-Frequency Trader Arms Race" (27 December 2012).

Per E-Mail: annemarie.nussbaumer@finma.ch
Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
Dr. Annemarie Nussbaumer
Einsteinstrasse 2
3003 Bern

13. Mai 2013

Anhörung Rundschreiben 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ (Totalrevision des FINMA-RS 08/38)

Sehr geehrte Frau Dr. Nussbaumer

Am 27. März 2013 hat die FINMA die Anhörung zum totalrevidierten Rundschreiben „Marktverhaltensregeln“ eröffnet. Für diese Möglichkeit der Meinungsäusserung danken wir Ihnen. Als Dachverband der Wirtschaft – bestehend aus 100 Branchenverbänden, 20 kantonalen Handelskammern sowie einigen Einzelunternehmen – nimmt economie suisse aus einer gesamtwirtschaftlichen Sicht wie folgt Stellung:

Das Rundschreiben „Marktverhaltensregeln“ konkretisiert die vom Parlament im revidierten Börsengesetz bzw. vom Bundesrat in der revidierten Börsenverordnung erlassenen neuen Verbotstatbestände zum Marktverhalten. Zudem enthält es Regeln zur Organisation von Finanzmarktbeaufsichtigten, welche die Verhinderung und Aufdeckung unzulässigen Marktverhalten gewährleisten soll.

Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ist es wichtig, dass sich die Bestimmungen des Rundschreibens „Marktverhaltensregeln“ vollumfänglich auf die Grundlagen im Börsengesetz und in der Börsenverordnung stützen können. Weitergehende Regulierungen sind rechtswidrig und aus grundsätzlichen Überlegungen nicht akzeptabel. Um Rechtssicherheit zu gewährleisten, müssen die Formulierungen des Rundschreibens „Marktverhaltensregeln“ zudem präzise abgefasst werden. Die separaten Stellungnahmen der SwissHoldings und der Schweizerischen Bankiervereinigung enthalten konkrete Abänderungs- und Ergänzungsvorschläge am Anhörungsentwurf, die economie suisse vollumfänglich unterstützt.

Für die Berücksichtigung der Anliegen unserer Mitglieder danken wir Ihnen. Bei Fragen oder Unklarheiten stehen wir Ihnen jederzeit gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse



Thomas Pletscher
Mitglied der Geschäftsleitung



Dr. Meinrad Vetter
Stv. Leiter Wettbewerb & Regulatorisches

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FINMA
Dr. Annemarie Nussbaumer
Einsteinstrasse 2
3003 Berne

FINMA		
ORG	14. MAI 2013	SB
EA		MUNY
Bemerkung:		

ch

Martigny, 13. Mai 2013

Stellungnahme zum Entwurf für ein totalrevidiertes Rundschreiben 2013/xy «Marktverhaltensregeln»

Sehr geehrte Frau Dr. Nussbaumer,

Wir danken ihnen für die Möglichkeit, zum Entwurf des Rundschreibens Stellung zu nehmen. Gerne unterbreiten wir Ihnen nachfolgend die Stellungnahme der Groupe Mutel, im Namen der ihr angeschlossenen Mitgliedversicherer, Mutuel Versicherungen AG und Groupe Mutuel Versicherungen AG.

Bei der Ausweitung des Anwendungsbereichs des Rundschreibens auf die Versicherer fehlt unseres Erachtens eine Differenzierung auf mehreren Ebenen. So soll ein auf den Bankensektor ausgerichtetes Rundschreiben auf die Versicherer Anwendung finden ohne aber deren unterschiedlichen Geschäftszweige zu berücksichtigen. Unberücksichtigt bleiben zudem die verschiedenen Organisationsformen in der Vermögensverwaltung. Sinnvoll erscheint uns ausserdem, eine Unterscheidung von börsenkotierten und nicht börsenkotierten Gesellschaften, insbesondere was die Organisationsformen betrifft vorzunehmen. Dies aus Gründen der Verhältnismässigkeit und der anfallenden Kosten. Das Bestehen und die potentielle Gefahr eines Missbrauchs von Insiderinformationen scheinen uns bei nicht börsenkotierten Gesellschaften wesentlich geringer als bei Gesellschaften mit an einer Börse handelbaren Aktien.

Wir bieten Sie um sachdienliche Verwendung unserer Kommentare und stehen Ihnen für allfällige Auskünfte gerne zur Verfügung.

Groupe Mutuel


Dr. Thomas Griching
Generalsekretär


Gérald Mayoraz
Mitglied der Direktion

Per E-Mail

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
zhv Frau Dr. Annemarie Nussbaumer
Einsteinstrasse 2
3003 Bern

Homburger AG
Prime Tower
Hardstrasse 201 | CH-8005 Zürich
Postfach 314 | CH-8037 Zürich

T +41 43 222 10 00
F +41 43 222 15 00
lawyers@homburger.ch

13. Mai 2013 MAB | HLI | JOD | SMX
318945 | MAB | 000002.docx

**Vernehmlassung Rundschreiben 2013|xy "Marktverhaltensregeln"
(Totalrevision des FINMA-RS 08|38)**

Sehr geehrte Frau Dr. Nussbaumer

Die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA hat interessierte Kreise eingeladen, zum Entwurf des rubrizierten Rundschreibens Stellung zu nehmen. Da wir als Anwaltskanzlei oftmals mit Fragen der Marktverhaltensregeln und entsprechenden Verfahren befasst sind, haben wir den Entwurf des oben genannten Rundschreibens mit Interesse zur Kenntnis genommen. Gerne entsprechen wir deshalb Ihrer Einladung und lassen Ihnen hiermit unsere Stellungnahme zum Entwurf des Rundschreibens zukommen.

Aus Gründen der Rechtssicherheit begrüssen wir die Konkretisierung der neuen bundesrechtlichen Grundlagen für eine allgemeine Marktaufsicht im Bereich Insiderhandel und Marktmanipulation und betrachten den Entwurf des Rundschreibens gesamthaft gesehen als eine gute Grundlage für die entsprechende Neuregelung. Gleichzeitig wäre aus unserer Sicht jedoch zu erwägen, den Entwurf des Rundschreibens in einigen Punkten – insbesondere im Hinblick auf eine gesteigerte Rechtssicherheit für die Rechtsunterworfenen – anzupassen bzw. zu überarbeiten.

1. Grundsätzliches

Der Wortlaut der im Börsengesetz statuierten Verbotstatbestände des Insiderhandels und der Marktmanipulation ist sehr weit und unbestimmt. Zudem richten sich die Verbote nicht nur an einen beschränkten Adressatenkreis, sondern an sämtliche Marktteilnehmer. Derart weit gehende Verbote müssen konkretisiert werden, um Voraussehbarkeit und Berechenbarkeit zu gewährleisten und das effiziente Funktionieren des Finanzmarkts sicherzustellen. Gerade im Bereich der Marktverhaltensregeln besteht daher ein hohes Bedürfnis nach Konkretisierungen und klaren Regelungen. Dies kann nur erreicht werden, indem sowohl zulässige als auch unzulässige Verhaltensweisen möglichst klar umschrieben werden, wodurch rechtsunsichere Graubereiche weitgehend abgebaut werden. Mit Blick auf eine solche Zielsetzung sind aus unserer Sicht die im Entwurf des Rundschreibens enthaltenen Konkretisierungen teilweise nicht ausreichend präzise oder unvollständig. Bei der Umschreibung sowohl der zulässigen als auch der unzulässigen Verhaltensweisen besteht daher unseres Erachtens noch Anpassungsbedarf des Entwurfs des Rundschreibens.

Sodann beziehen sich die gesetzlichen Verbotsnormen auf den Handel mit hierzulande kotierten bzw. zum Handel zugelassenen Effekten. Auf die Verhinderung von Missbräuchen im hiesigen Sekundärmarkt sind die Regelungen des Rundschreibens auch ausgerichtet. Der Vorschlag, diese Regelungen zumindest sinngemäss auf ausländische Effektenmärkte und den Primärmarkt und sogar auf weitere, ganz anders strukturierte Märkte wie Devisen- und Rohstoffhandelsmärkte anzuwenden, überdehnt nicht nur die gesetzliche Grundlage, sondern ist auch nicht praktikabel.

Schliesslich ist die im Entwurf des Rundschreibens vorgesehene Neuregelung der Überwachungs- und Aufzeichnungspflichten rechtlich problematisch. Ihre Umsetzung hätte erhebliche Eingriffe in die Rechtstellung der betroffenen Personen zur Folge. Eine gesetzliche Grundlage, welche im Einzelnen Zulässigkeit und Schranken solcher Eingriffe festlegen würde, ist nicht gegeben. Einige der Vorgaben scheinen zudem praktisch schwierig umsetzbar zu sein. Ganz abgesehen von der Frage, ob und mit welchem Aufwand eine Umsetzung technisch möglich wäre, erscheint es namentlich unpassend und zu weitgehend, Verwaltungsratsmitglieder (einschliesslich nicht exekutiver Verwaltungsräte) gleich wie Mitarbeiter zu überwachen. Auch sonst dürfte es schwierig sein, Personen ausserhalb des Handels im grossen Stil in die Überwachung einzubeziehen. Dies gilt umso mehr, als nicht nur Mitarbeiter und Verwaltungsräte von schweizerischen Banken und Effektenhändlern erfasst werden sollen, sondern die Regeln auf Konzernstufe umzusetzen wären. Gerade auch vor diesem Hintergrund ist die vorgesehene flächendeckende Aufzeichnungspflicht für Telefongespräche, SMS und andere Kommunikationsformen unseres Erachtens unverhältnismässig. Für eine international tätige Bank würde die neue Regelung bedeuten, dass sie konzernweit sämtliche Gespräche, SMS etc. der betreffenden Mitarbeiter und Verwaltungsräte mit Zugang zu sensitiven Informationen systematisch und praktisch lückenlos erfassen müsste. Dies dürfte mangels ausdrücklicher gesetzlicher Grundlage nicht nur im Widerspruch zu hiesigen arbeitsrechtlichen, persönlichkeitsrechtlichen und datenschutzrechtlichen Normen stehen. Vielmehr muss davon ausgegangen werden, dass eine solche Regelung auch im Konflikt mit ausländischen Rechtsordnungen stünde. Vor diesem Hintergrund wäre es angezeigt nochmals zu überprüfen, ob es gerechtfertigt ist, den Anwendungsbereich des Rundschreibens auf Stufe Finanzgruppe bzw. Finanzkonglomerat auszudehnen.

1.1 Zulässige Verhaltensweisen ("accepted market practices")

In den Art. 55a ff. BEHV sind sog. "safe harbours" definiert. Diese umschreiben Verhaltensweisen, die zulässig sind, obwohl sie an sich unter Art. 33e Abs. 1 und 33f Abs. 1 BEHG fallen würden. Zusätzlich zu diesen "safe harbours" bedarf es der Nennung weiterer zulässiger Verhaltensweisen (sog. "accepted market practices") im Rundschreiben. Eine Auflistung solcher "accepted market practices" war im FINMA-RS 08|38 in den Rz 15-21 enthalten. Viele dieser "accepted market practices", die sich in der Praxis bewährt haben, sind nun aber ohne nähere Begründung gestrichen worden. Folgende im FINMA-RS 08|38 enthaltene zulässige Verhaltensweisen sind unserer Ansicht nach im Entwurf des Rundschreibens ungerechtfertigterweise weggelassen worden und sollten deshalb erneut im Rundschreiben aufgelistet werden:

- Effektengeschäfte ausserhalb von abgetrennten Vertraulichkeitsbereichen, soweit durch organisatorische Massnahmen gewährleistet, dass für Effektengeschäfte keine vertraulichen preissensitiven Informationen verwendet werden (Rz 15 FINMA-RS 08|38);
- Effektengeschäfte, die trotz Kenntnis von vertraulichen preissensitiven Informationen nachweisbar nicht aufgrund derselben und auch ohne diese durchgeführt worden wären (Rz 16 FINMA-RS 08|38);
- Weiterführung einer vorbestehenden Anlagestrategie, die unabhängig von vertraulichen preissensitiven Informationen festgelegt worden ist (Rz 19 FINMA-RS 08|38);
- Absicherungsgeschäfte, Eigenhandel, Market Making aufgrund von Informationen des Effektenhändlers aus seinen Positionen oder aus dem Orderbuch der Börsen (Rz 20 FINMA-RS 08|38);
- Zulässige Verhaltensweisen im Zusammenhang mit Effektengeschäften zum Zweck der Kurspflege (Rz 30 FINMA-RS 08|38);
- Nostro-Nostro Inhouse-Crosses, wenn die gegenläufigen Geschäfte unabhängig voneinander im Börsensystem zusammengeführt werden (Rz 34 FINMA-RS 08|38).

Zudem schlagen wir vor, Regelungen für folgende zulässige Verhaltensweisen als "accepted market practices" zu erlassen:

- Kommunikation des Emittenten mit Investoren und dem Publikum im üblichen Rahmen.
- Unter einem Bekanntgabe-Aufschub zulässige Nichtkommunikation von an sich ad hoc-relevanten Tatsachen.

Diese Punkte werden soweit angezeigt im Rahmen der Kommentierung der Ziff. 2.3 des Entwurfs nachstehend näher erläutert.

1.2 Unzulässige Verhaltensweisen

Wie bereits ausgeführt muss der überaus breite Wortlaut des Börsengesetzes in Bezug auf verbotenes Marktverhalten im Rundschreiben präzisiert werden. Die im Börsengesetz vorgenommenen Umschreibungen wie auch die Auflistung unzulässiger Verhaltensweisen im Entwurf des Rundschreibens werden im Einzelnen nachfolgend in Ziff. 2 kommentiert.

2. Bemerkungen zu den einzelnen Bestimmungen

2.1 Insiderinformationen (Art. 2 lit. f BEHG, Rz 6-8 RS Marktverhaltensregeln)

In Rz 6 des Rundschreibens wird der Begriff der Information konkretisiert. Dabei wird festgehalten, eine Information beziehe sich auf einen Sachverhalt einschliesslich fester Absichten, noch nicht realisierter Pläne oder Aussichten. Diese Konkretisierung ist unzureichend. Insbesondere bleibt weitgehend offen, (i) wie wahrscheinlich die Durchführung bzw. der Eintritt eines Plans bzw. einer Aussicht sein muss und (ii) wie konkret eine Absicht, ein Plan oder eine Aussicht sein muss. In der EU wird diesbezüglich eine klarere Regelung angestrebt: Im Vorschlag für die EU-Marktmisbrauchsverordnung von 20. Oktober 2011 wird in Art. 6 Nr. 1 gefordert, eine Information müsse "präzise" sein, um überhaupt eine Insiderinformation sein zu können. Art. 6 Nr. 2 führt weiter aus, eine Information sei dann "präzise", wenn (i) "damit eine Reihe von Umständen gemeint ist, die *bereits existieren* oder bei denen man mit *hinreichender Wahrscheinlichkeit* davon ausgehen kann, dass sie in Zukunft existieren werden, oder ein Ereignis, das *bereits eingetreten* ist oder mit *hinreichender Wahrscheinlichkeit* in Zukunft eintreten wird, und diese Informationen darüber hinaus (ii) *spezifisch genug* sind, um einen Schluss auf die mögliche Auswirkung dieser Reihe von Umständen oder dieses Ereignisses auf die Kurse der Finanzinstrumente, der damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakte oder der auf den Emissionszertifikaten beruhenden Auktionsobjekte zuzulassen." Die EU will somit bereits auf Verordnungsstufe bedeutend klarer regeln, welche Art von Information überhaupt als Insiderinformation in Frage kommt. Eine solche Konkretisierung sollte auch im Rundschreiben erfolgen.

Weiter erscheint der in Rz 6 vorgenommene pauschale Einschluss von unternehmensexternen Sachverhalten aufgrund der weitreichenden Folgen als problematisch. Dies gilt insbesondere, soweit damit auch Tatsachen erfasst werden, die – im Gegensatz zum klassischen Begriff der Insiderinformation – keinen Bezug zu einem bestimmten Unternehmen haben. Würde ein Marktteilnehmer (auch als Zufalls-Insider) von einem solchen Umstand (wie beispielsweise einem bevorstehenden Default eines grossen Euro-Mitgliedslandes oder von einem bevorstehenden Präventivschlag gegen den Iran) erfahren, so könnte der betreffende Marktteilnehmer aufgrund der breiten Kursrelevanz solcher Informationen nicht mehr in den Aktienmärkten handeln. Noch einschneidender dürfte sein, dass er unter Rz 35 des Entwurfs auch auf unbestimmte Zeit vom Handel in Devisen und Zinsinstrumenten ausgeschlossen wäre. Aus diesem Grund schlagen wir vor, den unqualifizierten Einschluss von unternehmensexternen Sachverhalten nochmals kritisch zu überprüfen. Des Weiteren schlagen wir in Übereinstimmung mit Art. 53 KR vor, den Begriff "Sachverhalt" in Rz 6 durch "Tatsachen" zu ersetzen.

In Rz 7 des Rundschreibens wird die Vertraulichkeit einer Information definiert. Die in diesem Zusammenhang vorgenommene Konkretisierung des Begriffs "allgemein zugänglich" erscheint uns

problematisch, da bei der aktuellen Formulierung der Zeitpunkt, ab wann eine Verarbeitung tatsächlich erfolgt ist, unbestimmt ist. Aus Gründen der Rechtssicherheit schlagen wir daher vor, den Zusatz "und verarbeitet" vorzugsweise ersatzlos zu streichen oder zumindest eine maximale Zeitspanne (von beispielsweise 48 Stunden) nach Veröffentlichung einer Information festzusetzen, nach deren Ablauf die Marktteilnehmer spätestens von einer Verarbeitung ausgehen können.

In Rz 8 des Rundschreibens wird schliesslich die Kursrelevanz thematisiert. Gemäss Rz 8 ist diese im Einzelfall anhand der Frage zu beurteilen, ob die Information das Anlageverhalten eines durchschnittlichen Marktteilnehmers beeinflussen kann. Der Begriff "Anlageverhalten" erscheint uns in diesem Zusammenhang als zu unbestimmt. Wir schlagen daher vor, anstelle des Begriffes "Anlageverhalten" die Formulierung "Anlageentscheide mit Bezug auf das betreffende Anlageinstrument" zu verwenden. Des Weiteren setzt die vorgeschlagene Formulierung keinen Mindesteinfluss auf den Kurs mehr voraus. Da nach Art. 2f BEHG nicht jede Beeinflussung des Kurses relevant sein kann, sind wir der Ansicht, dass zusätzlich auf das Potenzial zur qualifizierten Beeinflussung des Kurses Bezug genommen werden sollte.

2.2 Ausnützen von Insiderinformationen (Art. 33e BEHG, Rz 9-11 RS Marktverhaltensregeln)

Rz 10 bestimmt, dass auch das Ändern oder Stornieren eines Auftrags bezüglich einer Effekte oder daraus abgeleiteter Finanzinstrumente, auf die sich die Insiderinformation bezieht, als Ausnützen einer Insiderinformation gilt, sofern die ursprüngliche Auftragserteilung vor Erlangen der Insiderinformation erfolgte. Ein solches Änderungs- bzw. Stornierungsverbot ist in dieser Absolutheit nicht sachgerecht. Änderungen bzw. Stornierungen, die nachweislich nicht aufgrund der Insiderinformation, sondern aus anderen Gründen durchgeführt werden, müssen weiterhin zulässig sein. Insbesondere sollte es betroffenen Personen in Übereinstimmung mit der bisherigen Regelung (Rz 16 FINMA-RS 08|38) erlaubt sein, sich so zu verhalten, wie sie sich ohne Wissen um die Insiderinformation verhalten hätten. Andernfalls dürfte eine Person, die beschliesst, einen Kaufs- oder Verkaufsauftrag zu ändern und danach Zufallsinsider wird, ihre ursprünglich geplante Änderung bzw. Stornierung nicht mehr durchführen. In der EU ist eine präzisere Regelung geplant. Im Vorschlag für die EU-Marktmisbrauchs-Verordnung von 20. Oktober 2011 wird in Art. 7 Nr. 1 festgehalten: "*Die Nutzung von Insider-Informationen zur Stornierung oder Änderung eines vor Erlangen derselben erteilten Auftrags in Bezug auf ein Finanzinstrument, auf das sich die Informationen beziehen, gilt ebenso als Insider-Geschäft.*" Im Unterschied zur Formulierung in Rz 10 des Rundschreibens ist im Vorschlag der EU kein absolutes Stornierungs- bzw. Verkaufsverbot vorgesehen. Vielmehr wird die *Nutzung* der Insider-Information im Zusammenhang mit der Stornierung bzw. dem Verkauf als weitere Voraussetzung verlangt.

Rz 12 des Entwurfs behandelt die öffentliche Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Effekten. Gemäss Rz 12 des Entwurfs gilt als Verstoss gegen Art. 33e Abs. 1 lit. a BEHG, wenn eine öffentliche Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Effekten abgegeben wird, ohne zuvor oder in unmittelbarem Zusammenhang mit dieser Empfehlung in gleicher Weise bekannt gemacht zu haben, diese Effekten selbst zu besitzen oder hierauf bezogene Finanzinstrumente selbst einzusetzen. Diese Regelung scheint auf Börsenbriefe und ähnliche Empfehlungen von Dritten zugeschnitten. Soweit damit auch Kommunikation des Emittenten erfasst werden sollen, sollte aus Gründen der Rechtssicherheit und Rechtsklarheit klargestellt werden, dass die Regelpublikation des Emittenten über Eigenbestände

unter diesem Titel ausreichend ist. Andernfalls würde die Investor Communication von Emittenten unnötigerweise behindert.

2.3 Marktmanipulation (Art. 33f BEHG, Rz 12-31 RS Marktverhaltensregeln)

In Rz 14 des Rundschreibens wird der Begriff des irreführenden Signals umschrieben. Zunächst ist unklar, was unter dem Begriff des Signals zu verstehen ist, da dieser Begriff nicht definiert wird. Weiter ist auch die Definition des Begriffs "irreführend" nicht klar. Gemäss der in Rz 14 enthaltenen Umschreibung soll ein Signal insbesondere dann irreführend sein, wenn es das Marktverhalten eines verständigen und mit dem Markt vertrauten Marktteilnehmers zu beeinflussen vermag. Diese Umschreibung lässt offen, was unter dem Begriff "irreführend" zu verstehen ist. Ein Signal kann nicht schon deshalb irreführend sein kann, weil es das Verhalten eines verständigen und mit dem Markt vertrauten Marktteilnehmers zu beeinflussen vermag. Ansonsten wären alle Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Kurs von Effekten insbesondere auch jede Orderbucheingabe im Sinne von Rz 31 des Entwurfs, irreführend. Unseres Erachtens ist deshalb eine klare Definition des Begriffs "irreführend", welche auch qualitative Merkmale umfassen sollte, unerlässlich.

Zudem ist es unserer Ansicht nach nicht gerechtfertigt, auf das Anlageverhalten eines "verständigen und mit dem Markt vertrauten Marktteilnehmers" abzustellen. Vielmehr wäre es angebracht, im Einklang mit Rz 8 das Verhalten eines "durchschnittlichen Marktteilnehmers" als Referenzverhalten zu definieren. Aus unserer Sicht sind keine Gründe ersichtlich, auf zwei unterschiedliche Referenzverhalten abzustellen.

In Rz 28-31 werden namentlich zulässige Effektingeschäfte und Verhaltensweisen aufgeführt. Dieser Ausnahmenkatalog ist jedoch zu eng geraten. Wir sind der Ansicht, dass zusätzliche Verhaltensweisen als zulässig erwähnt werden sollten:

- Wie bereits ausgeführt, ist der Gesetzgeber davon ausgegangen, dass neben der Preisstabilisierung auch andere zulässige Verhaltensweisen im Zusammenhang mit Effektingeschäften zum Zweck der Kurspflege zu regeln sind. Mangels einer entsprechenden Regelung in der Börsenverordnung wäre dies hier nachzuholen. Gerade weil die Abgrenzung von zulässiger und unzulässiger Kurspflege in der Praxis Schwierigkeiten bereitet, hat der Gesetzgeber zum Ausdruck gebracht, dass es hier eine klare Regelung braucht. Dies gilt umso mehr, als Kurspflege bisher zumindest für nicht prudentiell beaufsichtigte Institute in weitem Umfang zulässig war. Denkbar wäre z.B. eine Regelung unter Berücksichtigung des neuen Art. 55b Abs. 1 BEHV (Volumen von maximal 25% des durchschnittlichen Tagesvolumens, keine Käufe der Öffnungs- oder der Schlussauktion, beschränkte Dauer).
- Börsenkotierte Unternehmen sind darauf angewiesen, mit ihren Investoren und dem Publikum zu kommunizieren. Dabei unterstehen die Emittenten nun einem aufsichtsrechtlichen Verbot von irreführenden Angaben über Gegebenheiten, die für die Bewertung einer Effekte erheblich sind. Angesichts der Unbestimmtheit dieser Definition wären Präsentationen, Interviews und andere Formen der Unternehmenskommunikation erheblich behindert, da immer ein Risiko bestünde, dass Inhalt oder Formulierung der Kommunikation (insbesondere im Nachhinein) als unzutreffend oder irreführend eingestuft werden. Aus diesem Grund ist es angezeigt, die

Kommunikation des Emittenten mit Investoren und dem Publikum im üblichen Rahmen als namentlich zulässige Verhaltensweise besonders zu erwähnen.

- In diesem Zusammenhang sollte auch den Besonderheiten von ad hoc-relevanten Informationen Rechnung getragen werden. Soweit ein Unternehmen eine an sich ad hoc-relevante Tatsache zulässigerweise unter einem Bekanntgabe-Aufschub nicht kommuniziert, kann nach dem Grundsatz der Einheit der Rechtsordnung die unter Nichterwähnung des betreffenden Projekts erfolgende Unternehmenskommunikation nicht als irreführend gelten. Auch das sollte als "accepted market practice" besonders erwähnt werden. Dies ist insbesondere auch deshalb von Bedeutung, weil nach der Praxis der SIX der Bekanntgabe-Aufschub auch für Restrukturierungspläne des Unternehmens insbesondere im Zusammenhang mit Sanierungssituationen greift. Gerät ein börsenkotiertes Unternehmen in Schwierigkeiten, so sind die Chancen für eine erfolgreiche Restrukturierung viel höher, wenn dem Unternehmen im Rahmen der bestehenden Regelungen zur ad hoc-Publizität die Möglichkeit gegeben wird, eine Sanierung auf vertraulicher Basis vorzubereiten.
- Auch die Umschreibung zulässiger Arbitrage in Rz 30 des Entwurfs erscheint uns als zu eng. Die dort umschriebene Erscheinungsform von Arbitrage (Handel in demselben Finanzinstrument an mehreren Börsenplätzen) spielt heute nur noch eine untergeordnete Rolle. Wäre Arbitrage nur in dieser Form eine "accepted market practice", hätte dies zur Folge, dass sämtliche weiteren Erscheinungsformen der Arbitrage (wie beispielsweise Long-Position und Short-Position in korrelierenden Aktien oder in Derivaten und den jeweiligen Basiswerten) nicht eindeutig als zulässig gelten und sich die Marktteilnehmer folglich stets in einer Grauzone befinden würden. Aus diesen Gründen schlagen wir vor, die Ziffer wie folgt neu zu formulieren (Abweichungen zum im Entwurf vorgeschlagenen Wortlaut sind markiert):

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

2.4 Marktmissbrauch im Primärmarkt, mit ausländischen Effekten sowie in anderen Märkten (Rz 32-35 RS Marktverhaltensregeln)

In Rz 32 ff. des Rundschreibens wird statuiert, dass die Bestimmungen zum Umgang mit Insiderinformationen und zur Marktmanipulation sinngemäss auch bezüglich des Effektenhandels im Primärmarkt, nur an einer ausländischen Börse oder börsenähnlichen Einrichtung zum Handel zugelassener Effekten und daraus abgeleiteter Finanzinstrumente sowie der Geschäftstätigkeit in anderen Märkten als dem Effektenmarkt gelten. Die Regelungen zum Umgang mit Insiderinformation und zur Marktmanipulation sind aber stark auf den Sekundärmarkt in Effekten ausgerichtet. Deren sinngemässe Übertragung auf den Primärmarkt ist vom Gesetzgeber nicht vorgesehen. Soweit die Regelung für den Primärmarkt nicht zum Vornherein irrelevant ist, wäre deren Anwendung auf ganz anders geartete Effektengeschäfte mit erheblichen Auslegungsschwierigkeiten und Unsicherheiten verbunden. Was schliesslich die vorgesehene Anwendung der schweizerischen Regeln auf den Handel auf ausländischen Effektenmärkten angeht, sollte deren Regelung der zuständigen ausländischen Aufsichtsbehörde überlassen werden.

Ebenso passen die Regeln nicht auf die Rohwaren-, Devisen- und Zinsmärkte, weshalb eine analoge Anwendung wiederum mit massiven Auslegungsschwierigkeiten mit entsprechender Rechtsunsicherheit verbunden wäre. Auch würde die Übertragung der sehr weit gefassten Verbotsnormen auf die Geschäftstätigkeit in anderen Märkten als den Effektenmärkten die operative Tätigkeit von Unternehmen behindern. Würde ein Unternehmen beispielsweise von bevorstehender Lieferverknappung eines Rohstoffs erfahren, so könnte es sich nicht mehr mit dem entsprechenden Rohstoff eindecken, da es ansonsten gegen die Verbotsnormen verstossen würde. Derart weitgehende Konsequenzen können unserer Meinung nach nicht beabsichtigt sein.

Schliesslich ist noch einmal darauf hinzuweisen, dass sich die gesetzlichen Verbotsnormen auf den Handel bzw. den Kurs von hierzulande kotierten und zum Handel zugelassenen Effekten beziehen. Mit anderen Worten geht es nicht um den Schutz der Märkte generell, sondern um den Schutz des hiesigen Sekundärmarktes.

Aus diesen Gründen sind die Randziffern 33 bis 35 zu streichen.

2.5 Organisationspflichten (Rz 36-54 RS Marktverhaltensregeln)

Die Randziffern 38 und 39 befassen sich mit dem Umgang mit marktmissbräuchlichen Geschäften. Unserer Ansicht nach ist die von Rz 38 vorgesehene Formulierung zu unbestimmt. Insbesondere könnte die Bestimmung so interpretiert werden, dass es genügt, wenn die Anzeichen für ein marktmissbräuchliches Verhalten "irgendwo" vorhanden gewesen wären. In der Praxis kann es aber zum Beispiel nicht ausreichen, dass die Bank aufgrund von öffentlich zugänglichen Informationen oder des persönlichen Wissens eines Bankmitarbeiters hätte wissen können, dass der Kunde, welcher kurz vor Bekanntwerden des Jahresergebnisses Aktien einer kotierten Gesellschaft verkauft, der Bruder des Finanzchefs dieser Gesellschaft ist. Zudem wird darauf abgestellt, ob Anzeichen bestehen, dass Effektengeschäfte regelwidrig *sein könnten*. Dies stellt eine zusätzliche Aufweichung des Anwendungsbereichs dar. Aus diesem Grund schlagen wir vor, die vorgesehene Formulierung wie folgt zu präzisieren (Abweichungen zum im Entwurf vorgeschlagenen Wortlaut sind markiert):

"Bestehen offensichtliche Anzeichen, Haben die zuständigen Bankmitarbeiter Kenntnis von Umständen, welche offensichtlich darauf hindeuten, dass Effektengeschäfte für Kunden mit den Anforderungen von Art. 33e und Art. 33f BEHG bzw. den Kap. III-VI nicht zu vereinbaren sein könnten sind, haben Beaufichtigte die Hintergründe abzuklären und sich gegebenenfalls der Mitwirkung am Effektengeschäft des Kunden zu enthalten; eine systematische Überwachung und Abklärung der Effektengeschäfte von Kunden ist nicht verlangt."

Des Weiteren erscheint uns der in Rz 38 festgehaltene Vorbehalt weitergehender Überwachungspflichten für Effektengeschäfte, welche aufgrund ihres Volumens potentiell als Vortat zur Geldwäscherei qualifizieren, als nicht praktikabel. Insbesondere kann ein Effektenhändler keine Prozesse aufsetzen, welche zuverlässig danach unterscheiden, ob ein Kunde mit seinem Effektenhandelsgeschäft (oder einer Serie von Effektenhandelsgeschäften) einen Vermögensvorteil von mehr als Fr. 1 Mio. erzielt oder erzielen kann. Dementsprechend können auch keine unterschiedlichen Prozesse für die Abarbeitung von entsprechenden Transaktionen bzw. Meldungen etabliert werden. Aus diesem Grund sollte der Vorbehalt weitergehender Abklärungen für Effektengeschäfte, welche potentiell als Geldwäscherei-Vortat qualifizieren, gestrichen werden.

Rz 39 schreibt unter Verweis auf Art. 29 Abs. 2 FINMAG vor, dass Geschäfte, welche mit Art. 33e oder Art. 33f BEHG im Widerspruch stehen und sich wesentlich auf die Risiken eines Beaufsichtigten oder des Finanzplatzes auswirken könnten, der FINMA zu melden sind. Diese Formulierung geht über das geltende Recht hinaus, da eine Meldepflicht nach Art. 29 Abs. 2 FINMAG nur bei einer schweren Verletzung aufsichtsrechtlicher Bestimmungen und schweren Missständen im Sinne von Art. 27 Abs. 3 FINMAG angenommen wird. Um hier eine Diskrepanz zu vermeiden, schlagen wir vor, Rz 39 wie folgt neu zu formulieren (Abweichungen zum im Entwurf vorgeschlagenen Wortlaut sind markiert):

"Geschäfte, die mit Art. 33e oder Art. 33f BEHG in Widerspruch stehen ~~und sich wesentlich auf die Risiken eines Beaufsichtigten oder des Finanzplatzes auswirken könnten~~, sind unter den Voraussetzungen von Art. 29 Abs. 2 FINMAG der FINMA zu melden (Art. 29 Abs. 2 FINMAG)."

Des Weiteren erscheint uns die in Rz 41 des Rundschreibens statuierte Ausweitung der bestehenden Regelung, dass sämtliche Personen, welche die Entscheidung zum Handel mit relevanten Effekten auf irgendeine Art beeinflussen können, von Insiderinformationen auszuschliessen sind, zu weit gefasst. In Anwendung dieser Bestimmung wäre es einem Handelschef beispielsweise nicht mehr möglich, Mitglied der Geschäftsleitung zu sein und gleichzeitig seine Funktion als Handelschef auszuüben. Wir schlagen daher vor, den Passus *"noch irgendeine andere natürliche Person, die die Entscheidung zum Handel mit solchen Effekten beeinflussen könnte"* in Rz 41 zu streichen.

Als problematisch, da zivilrechtlich nicht erfüllbar, scheinen uns sodann Rz 43 und 45 zu sein. Gemäss diesen Vorschriften ist sicherzustellen, dass auch in Konto- und Depotverbindungen von Dritten Einblick genommen werden kann, sollte ein Mitarbeiter über eine Vollmacht über dieses Konto | Depot verfügen. Da ein Dritter eine einmal abgegebene Vollmacht jedoch jederzeit widerrufen kann, kann die Bank zivilrechtlich für die Erfüllung dieser Vorschrift keine Gewähr übernehmen. Die gleiche Situation kann sich im Übrigen auch bei Konto- und Depotverbindungen, an denen ein Mitarbeiter wirtschaftlich berechtigt ist, ergeben. Wir schlagen daher vor, den Passus in Rz 43 wie folgt zu ergänzen: *"(...) sowie soweit verfügbar jene, an welchen die Mitarbeiter wirtschaftlich berechtigt sind oder bei welchen sie über eine Vollmacht verfügen".*

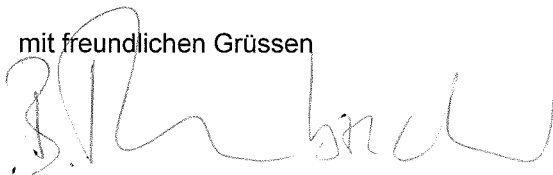
Weiter geht die in Rz 50 und 51 vorgeschriebene Aufzeichnungspflicht für Telefongespräche, SMS und andere Kommunikationsformen unseres Erachtens unverhältnismässig weit und ist ausserhalb des Handels praktisch auch kaum umsetzbar. Dies gilt einerseits für die Pflicht zur Aufzeichnung von Mobiltelefongesprächen, welche angesichts der systematischen Erfassung auch privater Gespräche ganz erhebliche persönlichkeitsrechtliche und datenschutzrechtliche Fragezeichen aufwirft. Andererseits sind Telefonate von Mitarbeitern ausserhalb des Handels schwierig systematisch aufzuzeichnen, zumal diese häufig sehr mobil sind und ihre Gespräche von wechselnden Telefonapparaten führen. Zudem müssten je nachdem sehr viele Mitarbeiter überwacht werden, da häufig ganze Abteilungen in besonderem Mass entsprechenden Informationen ausgesetzt sind (z.B. Geschäftsleitung, Investor Communication, Treasury, Finanzabteilung etc.). Ebenso wenig ist es praktikabel, die Verwendung von Kommunikationsmitteln zu untersagen, über welche die Aufzeichnung nicht sichergestellt werden kann. Dies würde bedeuten, dass ein Handelsmitarbeiter oder anderer betroffener Mitarbeiter nie mehr ein Telefon im Büro eines Kollegen führen könnte. Dieselbe Frage der rechtlichen Zulässigkeit und praktischen Durchführbarkeit stellt sich im Übrigen teilweise auch bei der Archivierung von elektronischer Korrespondenz, insbesondere der Archivierung von SMS.

Aus den dargelegten Gründen sind wir der Auffassung, dass es für den Umfang der Aufzeichnungspflicht bei der bisherigen Regelung für Handelsmitarbeiter belassen werden sollte.

Wir würden uns sehr freuen, wenn die vorstehenden Überlegungen und Formulierungen für Sie von Interesse wären. Selbstverständlich stehen wir für Fragen jederzeit gerne zur Verfügung.

In diesem Sinne verbleibe ich

mit freundlichen Grüßen

A handwritten signature in black ink, appearing to read 'Benedikt Maurenbrecher', written in a cursive style.

Benedikt Maurenbrecher

Stellungnahme zum Anhörungsentwurf des Rundschreibens „Marktverhaltensregeln“

Einleitung

Da sich das Kapitel 5a der Börsenverordnung ausschliesslich auf „Ausnahmen vom Verbot des Insiderhandels und der Marktmanipulation“ bezieht und somit auf eine umfassende Umschreibung zulässiger Verhaltensweisen verzichtet wird, ist es der Rechtssicherheit halber notwendig, dass im Rahmen des FINMA-Rundschreibens „Marktverhalten“ weitere Konkretisierungen vorgenommen werden.

Grundsätzlich ist der Anhörungsentwurf des Rundschreibens „Marktverhaltensregeln“ zu begrüssen. An einigen Stellen sind jedoch noch einige Anpassungen erforderlich. Diese betreffen vorwiegend die Kapitel III.-V.

Kap. III. Insiderinformationen (Art. 2 Bst. f BEHG)

Die Konkretisierung des Begriffes der Insiderinformation ist begrüssenswert. Im Hinblick auf die Vertraulichkeit (Rz. 7) ist aber darauf hinzuweisen, dass eine Formel die darauf abstellt, ob auch ein Dritter die Information auf legalem Weg hätte erlangen können, eine genauere Abgrenzung zwischen einer vertraulichen und einer allgemein zugänglichen Information ermöglichen könnte. Dies gilt insbesondere dann, wenn eine Information weder bloss einem beschränkten Personenkreis bekannt ist, noch über die Medien oder über die in der Finanzbranche üblichen Informationskanäle verbreitet wurde.¹

Die Umschreibung der Kursrelevanz ist geeignet, um im Einzelfall eine trennscharfe Abgrenzung vorzunehmen. Es ist aber darauf zu achten, dass der Begriff der Kursrelevanz nicht zu eng gefasst wird. Ansonsten könnten Verhaltensweisen, wie etwa das *Front-, Parallel- oder Afterrunning* von Art. 33e BEHG nicht erfasst werden, weil der dadurch ausgenutzte Informationsvorteil u.U. nicht als kursrelevant gilt.

Kap. IV. Ausnützen von Insiderinformationen (Art. 33e BEHG)

Die ersten beiden Abschnitte dieses Kapitels können vorbehaltlos in die endgültige Fassung übernommen werden. Der dritte Abschnitt (Rz. 11) führt jedoch zu einer übermässigen Ausdehnung des Begriffes der Insiderinformation. Meiner Meinung nach ist es durchaus sinnvoll auch die Verwendung einer auf einer Insiderinformation beruhenden Empfehlung zu sanktionieren, um eine Umgehung des Insiderverbotes bzw. der entsprechenden Strafnorm zu verhindern. Dennoch stehe ich dem entsprechenden Abschnitt des Entwurfes (Rz. 11) kritisch gegenüber.

Problematisch ist insbesondere, dass nicht nur erfasst wird, wer weiss, dass eine Empfehlung auf einer Insiderinformation beruht, sondern auch, wer dies aufgrund der Umstände wissen müsste. Sofern der Empfänger aber nicht weiss, ob der Empfehlung tatsächlich eine Insiderinformation zugrunde lag, kann die Empfehlung keine eigenständige Insiderinformation darstellen, weil über das Bestehen der zugrundeliegenden Insiderinformation nur spekuliert werden kann. Spekulationen gelten bekanntlich nicht als Insiderinformationen.

¹ Vgl. zur Formel, die auf die Möglichkeit der Erlangung durch einen Dritten abstellt BGer 2A.230/1999, Urteil vom 2.2.2000, E. 6b m.w.N.

Ich beantrage deshalb den Abschnitt (Rz. 11) zu streichen. Eventualiter beantrage ich, den Abschnitt dahingehend zu ändern, dass eine Empfehlung nur dann als Insiderinformation gelten kann, wenn der Empfänger weiss, dass die Empfehlung auf einer Insiderinformation beruht.

Weiter beantrage ich, im vierten Abschnitt (Rz. 12) den mehrdeutigen Begriff *Scalping* zu streichen. Der Begriff wurde in diesem Zusammenhang zwar bereits im Bericht der Expertenkommission und in der Botschaft verwendet, er ist jedoch für die Umschreibung der verbotenen Verhaltensweisen nicht erforderlich. Da unter dem Begriff *Scalping* auch legale Börsengeschäfte verstanden werden, könnte die Verwendung des Begriffes missverständlich sein.

Kap. V. Marktmanipulation (Art. 33f BEHG)

In diesem Kapitel wurden die unzulässigen Verhaltensweisen oft umschrieben, indem auf ihr Zweck oder ihr Ziel Bezug genommen wurde. Doch bei Art. 33f BEHG kommt es eben gerade nicht darauf an, mit welcher Absicht eine Transaktion vorgenommen wird. Vielmehr genügt es, wenn der Ausführende weiss oder wissen muss, dass das Geschäft falsche oder irreführende Signale an den Markt sendet.

Ich bin mir durchaus bewusst, dass es sehr schwierig, wenn nicht unmöglich ist, die unzulässigen Verhaltensweisen rein objektiv zu umschreiben. Dennoch gäbe es vor allem beim *painting the tape* die Möglichkeit die Umschreibung zu objektivieren.

Painting the tape (Rz. 19) wird im vorliegenden Entwurf beispielsweise wie folgt umschrieben: „Käufe und Verkäufe in Effekten, um den Anschein von Marktaktivität zu erwecken.“ Objektiv wird also nur verlangt, dass Käufe und Verkäufe in Effekten getätigt werden, während subjektiv die Absicht genannt wird, den Anschein von Marktaktivität zu erwecken. Da es bei Art. 33f BEHG nicht auf die Absicht ankommt, könnte theoretisch jedem, der den objektiven Teil der Definition erfüllt, vorgeworfen werden, er hätte wissen müssen, dass eine solche Marktaktivität falsche Signale versendet. Objektiv ist aber lediglich bestimmt, dass Käufe oder Verkäufe in Effekten getätigt werden müssen. Damit dürfte wohl jeder aktive Marktteilnehmer erfasst sein. Das kann kaum so gemeint sein.

Ich schlage deshalb vor *painting the tape* dahingehend zu definieren, dass erfasst wird, wer eine Auftragseingabe ohne objektiven wirtschaftlichen Grund in kleinere Eingaben aufteilt. Falls es als notwendig erachtet wird, könnte auch bei dieser Definition die Wendung „um den Anschein von Marktaktivität zu erwecken“ angehängt werden.

Damit wird zwar nur eine bestimmte Form des *painting the tape* erfasst, deren Anwendungsbereich wird jedoch klarer definiert. Zum Teil wird *painting the tape* auch dahingehend verstanden, dass sich zwei oder mehrere Marktteilnehmer gegenseitig Effekten über dem Marktwert verkaufen und abkaufen, um den Kurs zu verändern. Solche Vorgehensweisen gelten aber ohne weiteres als *matched orders* und werden deshalb ohnehin sowohl vom aufsichtsrechtlichen Verbot, wie auch von der Strafnorm erfasst.

Die anderen Definitionen kommen zwar in den meisten Fällen auch nicht ohne die Nennung des verfolgten Zieles aus, meistens beschränkt die objektive Seite der Beschreibung den Anwendungsbereich jedoch auf ein vertretbares Mass.

Namentlich zulässige Effektengeschäfte und Verhaltensweisen

Obwohl diese Verhaltensweisen in der Regel nicht von Art. 33f BEHG erfasst werden, kann m.E. nicht – wie etwa im Erläuterungsbericht zur Börsenverordnung – einfach gesagt werden, dass *Market Making* ohne weiteres zulässig sei. Dies setzt nämlich voraus, dass der Begriff ausreichend konkretisiert wird, so dass Verhaltensweisen die einen manipulativen Charakter aufweisen können, nicht mehr darunter fallen. Gerade weil der Übergang zwischen zulässigem *Market Making* bzw. Kurspflege und Marktmanipulationen fließend ist, kann nicht vorausgesetzt werden, dass der Begriff des *Market Making* selbsterklärend ist.

Deswegen möchte ich beantragen, dass der Begriff des Market Making (Rz. 29) umfassender umschrieben wird. Die Umschreibung könnte sich beispielsweise an der sehr guten Erläuterung zu diesem Begriff im Erläuterungsbericht zum Anhörungsentwurf orientieren.² Besonders wünschenswert wäre eine kurze Aufzählung ähnlicher Verhaltensweisen, die jedoch kein *Market Making* darstellen (insb. das Anbieten von ungleich hoher Liquidität mit unterschiedlichem Abstand zum Marktpreis auf der Geld- oder Briefseite).

Fazit

Schwierigkeiten bei der Abgrenzung zwischen zulässigen und unzulässigen Transaktionen werden sich künftig kaum vermeiden lassen. Der Rechtssicherheit halber wäre es wünschenswert, wenn die unzulässigen Verhaltensweisen soweit möglich objektiv umschrieben werden. Das Gleiche gilt auch für die namentlich zulässigen Verhaltensweisen, wobei hier eine enge Definition des Begriffes des *Market Making* zu begrüssen wäre. Dann könnte sich ein *Market Maker* darauf verlassen, dass Geschäfte die unter diese Definition fallen, ohne weiteres zulässig sind.

Ich bedanke mich für die Kenntnisnahme.

² Vgl. Rundschreiben 2013/xy „Marktverhaltensregeln“, Erläuterungsbericht (Totalrevision des FINMA-RS 08/38), S. 12.

Raiffeisen Schweiz

Postfach
9001 St. Gallen
Telefon 071 225 84 94
Telefax 071 225 88 05
www.raiffeisen.ch
law@raiffeisen.ch

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
Frau Dr. Annemarie Nussbaumer
Einsteinstrasse 2
CH-3003 Bern

Legal & Compliance
Thoralf Weissenberger – 071 225 95 76

St.Gallen, 13. Mai 2013

STELLUNGNAHME ZUR REVIDIERTEN FASSUNG FINMA-RS 2013/XY MARKTVERHALTENSREGELN

Sehr geehrte Frau Dr. Nussbaumer

Als drittgrösste Bankengruppe der Schweiz und Effektenhändler im Sinne des BEHG nehmen wir die Gelegenheit gerne wahr, Stellung zur revidierten Fassung des Rundschreibens 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ zu beziehen. Ein unverfälschter und transparenter Effektenhandel sollte im Interesse aller Marktakteure liegen. Geeignete Prävention im eigenen Unternehmen kann hierzu erheblich beitragen. Präventiv wirkt u.a. eine Unternehmenskultur, welche Anreize für Missbrauch verhindert und ein auf das Geschäftsmodell angepasstes und von den Mitarbeitenden akzeptiertes Kontrollumfeld im Unternehmen etabliert hat. In diesem Sinn erlauben wir uns, einleitend ein paar grundsätzliche Anmerkungen anzubringen, um anschliessend gezielt zu einzelnen Randziffern der revidierten Fassung Stellung zu beziehen.

Die derzeitige Fassung lässt unseres Erachtens eine fassbare Präzisierung über das Merkmal der Vertraulichkeit wie auch der Kursrelevanz einer Information vermissen, sodass unserer Erfahrung nach weiterhin zu viel Interpretationsspielraum diesbezüglich hinterlassen wird. Bei der Umschreibung der Marktmanipulation wurde das wesentliche Merkmal, dass Effektengeschäfte einen wirtschaftlichen Hintergrund aufzuweisen haben und auf echtem Angebots- und Nachfrageverhalten basieren müssen, leider ausgeblendet, trug es doch in der alten Fassung gerade zum besseren Verständnis bei.

Gesamthaft betrachtet versucht die revidierte Fassung, zwar nicht zu Unrecht, aber teils ökonomisch unverhältnismässig, internationalen Regulierungsbestrebungen gerecht zu werden. So wird unter Berufung auf die Gewährserfordernis und das Argument von Treu und Glauben im Geschäftsverkehr (Ziffer 4.7 Abs. 2 Erläuterungsbericht) die Ausdehnung der Verbotsvorschriften u.a. auf Rohwaren-, Devisen- und Zinsmärkte gerechtfertigt, obwohl unseres Erachtens hierfür die börsengesetzliche Grundlage fehlt. So nennt der Art. 33f BEHG explizit den Kurs von Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind als Objekt möglichen Missbrauchs. Der Begriff des Finanzinstrumentes ist zwar nach MiFID weiter gefasst als jener der Effekte gemäss BEHG. Dennoch definiert selbst MiFID die Finanzinstrumente als übertragbare Wertpapiere, Geldmarktpapiere, Anteile an kollektiven Kapitalanlagen oder Derivate mit verschiedensten Basiswerten. Die aufsichtsrechtlichen Vorgaben im Rundschreiben sollten sich auf den Schutz des Schweizer Effektenhandels und die gemäss BEHG begrifflich definierten Finanzinstrumente (Effekten) konzentrieren. Zudem erachten wir das Rundschreiben als ungeeignetes Gefäss, um einer Ausdehnung des Regelungsbedarfs auf andere Märkte vollumfänglich und unmissverständlich Rechnung tragen zu können.

Wir regen an, von einer Ausdehnung, speziell der Marktmissbrauchsregeln auf Rohwaren, aber auch auf Zins- und Devisenprodukte abzusehen und sich auf davon abgeleitete Finanzinstrumente (Derivate) im Sinne des BEHG zu beschränken.

Des Weiteren bezieht die Raiffeisen Gruppe zu den einzelnen Randziffern des revidierten Rundschreibens wie folgt Stellung:

III. Insiderinformationen (Art. 2 lit. f BEHG)

Rz 6-8 Artikel 2 BEHG definiert die Insiderinformation als vertrauliche Information, deren Bekanntwerden geeignet ist, den Kurs von Effekten eines geregelten Marktes erheblich zu beeinflussen. Analog der alten Rz 7 (08/38) sollte man an den bisherigen Definitionen der Rz 7-10 (08/38) festhalten, tragen sie doch nach wie vor mehr zur Klärung bei als die nun sehr weit gefassten Auslegungen der neuen Rz 6 bis 8, welche den eigentlichen Fokus des Effektenhandels ausblenden. In den Randziffern 25 und 35 wird der Umgang mit Insiderinformationen und der Marktmanipulation gar auf Rohwaren-, Devisen- und Zinsgeschäfte ausgeweitet, ohne dass klare Grenzen gezogen werden. Das aufsichtsrechtlich nicht zulässige Fehlverhalten des Informationsmissbrauchs sollte so klar wie möglich „fassbar“ gemacht werden, um unnötige Fehlinterpretationen zu vermeiden. Alles andere ist der Rechtssicherheit hinderlich.

IV. bis VI. Insiderinformationen (Art. 33 lit. e BEHG) und Marktmanipulation (Art. 33 lit. f BEHG)

Rz 12 Die Regelung dieser Randziffer ist unklar. Unseres Erachtens wird die unzulässige Weitergabe einer bewussten „Insiderinformation“ im Rahmen einer persönlichen Empfehlung („Geheimtipp“) an eine Drittperson (Art. 33e Abs. 1 lit.c) u.a. mit dem gezielten Ausnutzen zu erwartender Kursschwankungen nach bewusster Streuung eines vorgetäuschten vertraulichen Sachverhaltes (Scalping) vermischt. Bei der Umschreibung des „Scalping“ sollte bestenfalls am Wortlaut der bisherigen Rz 14 (08/38) festgehalten werden oder eine unmissverständliche Formulierung gewählt werden. Aus dem Wortlaut der revidierten Rz 12 ist man geneigt zu interpretieren, dass der Informationsmissbrauch im Rahmen der Empfehlung durch die Offenlegung des eigenen Effektenbestandes legalisiert wird, was sich aus Art. 33e Abs. 1 lit.c nicht herauslesen lässt. Die Aussage der neuen Rz 12 würde zudem bedeuten, dass jeder Bankberater vor Abgabe einer Kaufempfehlung die jeweiligen Eigenhandelspositionen seiner Bank überprüfen müsste, um dem Kunden gegenüber dieser Offenlegungspflicht nachzukommen. Die Bank würde damit bei Unterlassung der Offenlegung Gefahr laufen, bei einem zufälligem, unmittelbarem Kursanstieg dieser Effekte des Informationsmissbrauchs verdächtigt zu werden.

Rz 13 Es ist am bisherigen Wortlaut der Rz 8 (08/38) festzuhalten, da dieser nach wie vor für den Sachverhalt der Publikation einer vertraulichen Information zutrifft und zudem die Art der Information auf jene über **Effekten und Emittenten** eingrenzt.

Rz 15 Die Umschreibung für gewollte Marktmanipulation unter Verwendung von algorithmischen Handelssystemen ist zu präzisieren. Begriffe wie „falsche“ Signale (gemäss Art. 33f lit.a BEHG) im Kontext der Programmierung von Handelssystemen sind gemäss den angestrebten Kontrollen in **Rz 52** (13/xy) nicht wirklich fassbar und lassen zu viel Interpretationsspielraum.

Rz 25 Die Beeinflussung von Rohwarenpreisen lässt sich weder mit der Begriffsdefinition „Effekte“ des BEHG vereinbaren, noch entspricht es dem Instrumentarium einer Effekte gemäss Art. 40a Abs. 1 lit.b BEHG, mittels derer Kursmanipulation angestrebt wird. Hinzu kommt, dass sich unter dem Aspekt zunehmender aufsichtsrechtlich verlangter „Transaktionskontrollen“ die Beeinflussung von Rohwarenpreisen (bspw. Rohöl, Weizen, Industriemetalle, etc.) kaum praktisch nachweisen lässt. Des Weiteren sind die Volumen in den einzelnen Rohwaren derart gross (Rohöl), dass deren Preis sich durch „Einzeltäter“ kaum preislich beeinflussen lässt. Das gemäss BEHG zu regulierende Instrumentarium für Marktmanipulation muss sich an Finanzinstrumente richten und sollte nicht inflationär auf sämtliche erdenkliche „Warenwerte“ (Commodities, Devisen, Edelmetalle) ausgedehnt werden.

Rz 28-31 Wir erachten die Ergänzung der namentlich zulässigen Effektengeschäfte und Verhaltensweisen um die bisher geltende Rz 15 (Effektengeschäfte ausserhalb abgetrennter Vertraulichkeitsbereiche) und Rz 21 (Rückkaufprogramme) auch in der revidierten Fassung als sinnvoll.

Rz 35 Wir erachten eine Ausdehnung des angepeilten Instrumentariums zum Zweck des Insiderhandels wie auch der Marktmanipulation auf andere als jene des Effektenmarktes (Finanzinstrumente) weder aus Sicht des Börsengesetzes noch aus praktischen Gründen als angebracht (siehe Argumente zu Rz 25).

VII. Organisationspflichten

Rz 37 Die vorgegebene jährliche Risikobeurteilung ist ein Novum im Vergleich zum bisherigen Rundschreiben. Auf eine Verankerung einer Risikoanalyse allein im Anwendungsbereich des Rundschreibens ist zu verzichten. Hierzu existieren bereits Vorgaben der Risikoerfassung und Kontrolle im Rahmen des FINMA-RS 08/24, welche das Risikomanagement sowie die Risikokontrolle im Effektenhandel bereits mit einschliesst und ebenfalls der Geschäftsführung periodisch zur Kenntnis gebracht werden muss. Andernfalls wären die Vorgaben, welche eine Risikoanalyse „im Anwendungsbereich“ dieses Rundschreibens verlangt, klar zu präzisieren.

Rz 40 Informationsmissbrauch kann nie gänzlich verhindert werden, selbst unter Verwendung technischer Unterstützung. Somit ist die Formulierung praktisch nicht umsetzbar. Wir empfehlen, die Formulierung der Rz 45 des bisherigen RS 08/38 beizubehalten.

Rz 41 Die Kernbotschaft dieser Formulierung widerspricht unserer Ansicht nach dem Zweck der zu bildenden Vertraulichkeitsbereiche, innerhalb derer Insiderinformationen isoliert bleiben, so dass ausserhalb dieser Bereiche Effekientransaktionen weiterhin möglich bleiben sollen. Zudem verfügt der Emissionshandel teils unweigerlich über Zusatzinformationen, welche er einerseits für die Watch List an Compliance zu melden hat. Andererseits müssen die Händler die Dispositionsbefugnis im Emissionsgeschäft im Rahmen ihrer Tätigkeit als Händler zwingend behalten. Ansonsten wären sie nicht mehr in der Lage, das Emissionsgeschäft selbst überhaupt ausführen zu können. Nach unserer Einschätzung ist diese Vorgabe in der Praxis – speziell im Emissionsgeschäft - nicht umsetzbar. Völlig ausgeblendet werden dafür in der revidierten Fassung die Mitarbeitenden von Krediteinheiten (Rz 61,62; 08/38), welche bisher organisatorisch unabhängig zu erfassen waren (Vertraulichkeitsbereich). Diese bisherige Vorgabe erforderte erheblichen Aufwand in der Umsetzung, welche, so scheint es zumindest, irrelevant geworden ist. Hier ist in der Revision von aufsichtsrechtlichen Vorgaben mehr Konsistenz gefragt, mit Rücksicht auf den bereits vollzogenen Umsetzungsaufwand der bisherigen Vorgaben.

Rz 43 Die revidierte Formulierung der Randziffer 43 kann als laufender Überwachungsauftrag von Mitarbeitertransaktionen, welche Depots bei Drittbanken führen, interpretiert werden. Solch eine Überwachung ist unserer Ansicht nach nicht möglich. Wir regen daher an, die geltende sachgerechte Formulierung der bisherigen Rz 56 (08/38), welche die Berücksichtigung von Drittbankenverbindungen „in geeigneter Form“ vorsieht, beizubehalten.

Rz 44 Randziffer 44 der revidierten Fassung „präzisiert“ nun den ursprünglichen Begriff des Mitarbeiters (Rz 56; 08/38) und weist hierbei auch auf die Überwachung von Organen hin. Gemäss Art. 40neu BEHG gelten wie bislang u.a. Verwaltungsräte als Primärinsider, wenn sie aufgrund ihrer Tätigkeit oder Beteiligung Zugang zu vertraulichen Informationen des Emittenten haben. Raiffeisen als Gruppe wie auch die einzelnen Raiffeisenbanken sind keine börsenkotierten Unternehmen. Raiffeisenbanken betätigen sich primär im Finanzierungsgeschäft von Hypotheken und treten selbst nicht als Emittenten am Kapitalmarkt auf. Jede einzelne Raiffeisenbank verfügt zudem über einen einzelnen Verwaltungsrat, welcher sich hauptsächlich aus ortsansässigen Einwohnern des lokalen Geschäftskreises zusammensetzt. Eine Gleichstellung hinsichtlich der geforderten Überwachung dieser Verwaltungsräte mit jenen von börsenkotierten Effektenhändlern erachten wir als unverhältnismässig und regen an, angemessene Differenzierungen auch in der zukünftigen Regulierung zuzulassen. Ohne Vornahme dieser Differenzierung erachten wir den jetzigen Vorschlag als missglückt.

Rz 45 Auch hier gilt es, analog des Kommentars zu Rz 43, die Verhältnismässigkeit im Rahmen des Möglichen zu wahren und an der Formulierung der bisherigen Rz 56 (08/38) „in geeigneter Form“ festzuhalten.

Rz 49 Die Formulierung „aufsichtsrechtlich relevante Sachverhalte seien zu dokumentieren“ ist zu präzisieren. Es muss genau umschrieben werden, welche Sachverhalte dokumentationspflichtig sind. Andernfalls wird der Aufwand für die Finanzinstitute unverhältnismässig. Zudem bietet die Vorgabe für die Prüfgesellschaften allzu

grossen Interpretationsspielraum. Ausserdem ist der Mehrwert, der solch enormen Aufwand gegenübersteht, weder für die Beaufsichtigten noch für die Aufsicht erkennbar.

Rz 50 Das Entscheidungskriterium, wann Gespräche von Mitarbeitenden aufzuzeichnen sind, ist aufgrund der Formulierung „für die Marktaufsicht relevante Informationen“ überhaupt nicht klar. Beziehen sich diese Informationen auf den Kontakt mit „Insiderinformationen“ oder muss dieser Begriff weiter ausgelegt werden. Selbst wenn als Kriterium bspw. die Aufzeichnung bei allen Mitarbeitenden der intern erfassten Vertraulichkeitsbereiche ins Auge gefasst würde, hätte dies immer noch einen unverhältnismässigen Aufwand mit entsprechenden Kostenfolgen für das Finanzinstitut und beträchtliche, unverhältnismässige Einschnitte für diese Mitarbeitenden in die Privatsphäre und damit in ihr Persönlichkeitsrecht zur Folge. Eine Ausdehnung der generellen Aufzeichnungspflicht bis hin zum Verbot jeglicher Kommunikationsmittel für Mitarbeitende ausserhalb der bisher geltenden Vorgaben des Rundschreibens (Mitarbeitende des Effektenhandels) erachten wir weder als zielführend noch verhältnismässig.

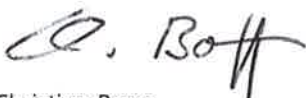
Rz 53 Die Formulierung der Dokumentationspflicht ist zu präzisieren. Für sogenannte Dritte ist eine Dokumentation der dem Systemhandel zugrundeliegenden Programmierungen kaum verständlich und nachvollziehbar. Eine Dokumentation hat lediglich rudimentär die Handelsstrategie zu umschreiben, ohne dass hierbei technische Details dokumentiert werden müssen.

Rz 57 Sollten die neuen Vorgaben vollends zum Tragen kommen, so bedarf es für deren Umsetzung (allein für die Implementierung der Aufzeichnungspflichten) mehr als sechs Monate. Wir schlagen eine Umsetzungsfrist von mindestens 12 Monaten vor.

Wir danken Ihnen für die Würdigung unserer Anmerkungen und hoffen, hiermit einen akzeptablen Beitrag für das kommende Rundschreiben zu den Marktverhaltensregeln beitragen zu können. Für allfällige Rückfragen hierzu steht Ihnen der Rechtsunterzeichnende, Thoralf Weissenberger, gerne zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

Raiffeisen Schweiz



Christian Bopp
Leiter Compliance & Tax



Thoralf Weissenberger
Compliance & Tax

Kopie an:

Michael Auer, Mitglied der Geschäftsleitung, Raiffeisen Schweiz, St.Gallen

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
Einsteinstrasse 2
CH-3003 Bern

Annemarie.nussbaumer@finma.ch

Basel, 13. Mai 2013
A.33.4, J.2 / CWI/MFE

Totalrevision FINMA-RS 2008/38 „Marktverhaltensregeln“

Sehr geehrte Frau Präsidentin
Sehr geehrter Herr Direktor
Sehr geehrte Damen und Herren

Gern benützen wir die Gelegenheit, zu Ihrem Entwurf des vollständig überarbeiteten Rundschreibens 2008/38 „Marktverhaltensregeln“ Stellung zu nehmen.

Zusammenfassung – Hauptpunkte

Die **Ausdehnung des Geltungsbereichs des Rundschreibens auf Rohwaren-, Devisen- und Zinsmärkte einerseits und auf Intermediäre, die nicht im Effektenhandel tätig sind, andererseits**, entbehrt der gesetzlichen Grundlage, weshalb wir Sie ersuchen, darauf zu verzichten.

Der **Wegfall von „Safe-Haven“-Bestimmungen** bzw. der Umschreibung zulässiger Effektingeschäfte und kontrollierter Weitergabe von kursrelevanten Informationen aus wichtigem Grund („Wall Crossing“) ist ebenfalls abzulehnen. Er schafft einerseits beträchtliche Rechtsunsicherheit und entzieht andererseits der bewährten Praxis der FINMA die Grundlage.

Die **Einführung eines neuen, zusätzlichen Compliance-Berichts** neben der umfassenden Jahresprüfung ist ebenfalls abzulehnen. Sie verdoppelt bestehende Überwachungs- und Berichterstattungspflichten, ohne dass ein plausibler Grund dafür bestünde. Mit Sicherheit hätte dies jedoch einen beträchtlichen Mehraufwand ohne Mehrwert zur Folge.

Heikel erscheinen uns schliesslich die **Erweiterung der Aufzeichnungspflichten** und das Fehlen genügender Angaben, für wen sie anwendbar sein sollen. Einerseits wäre für derartige Eingriffe in die unternehmerische Freiheit eine klare Gesetzesgrundlage nötig, und andererseits entspricht die Aufzeichnung von Gesprächen vielerorts nicht den Ansprüchen der Kundschaft an ihre Privatsphäre. Deshalb ist nicht zuletzt die Verhältnismässigkeit zu wahren.

Wir ersuchen Sie um **Überarbeitung des Entwurfs mit dem Ziel einer verbesserten Rechtssicherheit und näher am geltenden Text**. Gern sind wir bereit, dabei auf geeignete Weise mitzuwirken.

I. Allgemeine Bemerkungen

Die vorgeschlagenen Änderungen und Erweiterungen des Rundschreibens sind von **erheblicher Tragweite, einerseits durch ihre teils offenen Formulierungen, andererseits durch die Verbreiterung des Anwendungsbereichs auf alle Marktteilnehmer**: neben Banken und Effektenhändlern auch Emittenten, Investoren (Anleger) und Vermögensverwalter einschliesslich Asset Managern. Dies hätte Rechtsunsicherheit auf breiter Ebene zur Folge. Finanzintermediäre und FINMA wären mit beträchtlichen Umsetzungsschwierigkeiten konfrontiert. Nicht zuletzt der Wegfall bewährter „Safe-Haven“-Bestimmungen und der Ausbau der Organisationspflichten dürfte sich verunsichernd auswirken.

Unser Ziel demgegenüber sind **Regeln, die der bewährten, bisherigen Praxis der FINMA entsprechen und so durch Kontinuität die Rechtssicherheit verbessern**.

Wir hätten es sehr begrüsst – und es hätte uns die Vorbereitung der Stellungnahme erleichtert –, wenn die **revidierte Börsenverordnung des Bundesrates (BEHV)** vor der Anhörung zu den Marktverhaltensregeln publiziert bzw. die beiden Regulierungen besser aufeinander abgestimmt worden wären. Das gilt umso mehr, als sich der Entwurf u.a. explizit auf Art. 19, 20 und 55a – 55f BEHV stützt.

II. Bemerkungen zu einzelnen Randziffern

Ad Rz. 3 – 5 (Geltungsbereich)

In **Rz. 3** bedarf der Begriff der „**als Marktteilnehmer auftretenden natürlichen und juristischen Personen**“ der Konkretisierung und Exemplifikation, auch der Abgrenzung und schliesslich des Hinweises auf die gesetzliche Grundlage.

Für **Intermediäre, die nicht im Effektenbereich tätig sind** (Banken ohne Effektenhändler- oder KAG-Depotbankstatus, Finanzgruppen und -konglomerate, Börsen und börsenähnliche Einrichtungen, Fondsleitungen, SICAVs, KKGs und KAG-Vermögensverwalter, Versicherungen), ist von einer Unterstellung über das heutige Mass hinaus abzusehen. Dafür wäre eine gesetzliche Grundlage nötig, die heute nicht besteht (vgl. 33e Abs. 1 Bst. a, 33f Abs. 1 Bst. a und b, 40 Abs. 1 Bst. a und c, 40a Abs. 1 BEHG). Die heute auf Teile III – VI FINMA-RS 2008/38 begrenzte Unterstellung genügt vollauf. Sonst würden Intermediäre, die keinen Effektenhandel tätigen (dürfen), unverhältnismässigen Organisationspflichten unterstellt (vgl. Art. 5 Abs. 2 und 36 Abs. 3 BV).

Eventualiter hätte die Ausdehnung des Geltungsbereichs **mit Risikoabstufung und nicht – wie vorgeschlagen – generell** zu erfolgen.

Schliesslich müsste ggf. **Rz. 5** überarbeitet werden. Mit den „**direkt unterstellten Finanzintermediären**“ dürften Banken, Effekthändler, Versicherungen und Finanzintermediäre des Nichtbankensektors gemeint sein, die der FINMA direkt unterstehen. Dadurch wird zwischen Letzteren und Finanzintermediären, die einer SRO angehören, ohne vertretbaren Grund unterschieden. Ob das sinnvoll ist, bedarf einer vertieften Abklärung und v.a. der Begründung.

Zudem bedarf es hierfür einer **Abschätzung der Regulierungskosten** (Art. 7 Abs. 2 Bst. a FINMAG), was der Erläuterungsbericht vermissen lässt.

Ad Rz. 6 – 8 (Insiderinformationen, Art. 2 Bst. f BEHG)

Wir bedauern das **Fehlen verbindlicher Umschreibungen der Kursrelevanz**. Es genügt nicht, wenn Marktteilnehmer auf die in der Lehre behandelten Kursschwankungen als Orientierungswert angewiesen sind. Vielmehr sollte – und muss – das Rundschreiben präzisere Angaben enthalten (bspw. im Sinn von Rz. 15 – 21 FINMA-RS 2008/38).

In **Rz. 7** sollten – gemäss den Ausführungen im Erläuternden Bericht zur Revision des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch), Ziff. 1.4.1.2.3 und 1.1.4.2 – die „**Aussichten**“ **keine „Sachverhalte“** („faits“) sein.

Wir bitten Sie, statt der unscharfen, weit ausgreifenden Formulierungen des Entwurfs die **Beibehaltung der Definitionen gemäss Rz. 7 – 10 FINMA-RS 2008/38** zu prüfen. Sie entsprechen im Konkretisierungsgrad weit besser den Bedürfnissen der Praxis. Allenfalls nötige Anpassungen wären auch auf dieser Grundlage möglich.

Ad Rz. 9 – 12 (Ausnützen von Insiderinformationen, Art. 33e BEHG)

Rz. 9 setzt bei Derivaten voraus, dass ihr Basiswert „an einer Börse oder börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen“ ist. Das stösst an **praktische Grenzen**: Es ist einem Intermediär oft unmöglich, festzustellen, bei welchem Betreiber einer börsenähnlichen Einrichtung ein solcher Basiswert ggf. zum Handel zugelassen ist.

Deshalb – und im **Interesse der Rechtssicherheit** – ist diese Bestimmung u.E. zu überarbeiten. Dabei ist „Börse“ durch „Börse in der Schweiz“ zu ersetzen (entsprechend dem Gesetz).

Rz. 11 betrifft **nicht das Ausnützen einer Insiderinformation, sondern die Insiderinformation als solche** (indem sie ein Beispiel erwähnt). Diese Bestimmung findet sich systematisch am unrichtigen Ort.

Wir schlagen ihre **Verschiebung in den Abschnitt der Rz. 6 – 8** vor.

Rz. 12 handelt von einer „**öffentlichen Empfehlung**“ zum Kauf oder Verkauf von Effekten, ohne dass geklärt würde, was in diesem Zusammenhang als öffentlich gilt. Genügt schon das Weiterleiten einer Information an einen begrenzten Empfängerkreis ohne den Hinweis, dass der weiterleitende Marktteilnehmer entsprechende Positionen hält, als öffentlich? Und müsste die Research-Abteilung einer Bank bei jeder kursrelevanten Empfehlung die Eigenbestände offenlegen (Handels- und Bankenbuch)? Das liefe dem Konzept der getrennten Vertraulichkeitsbereiche zuwider und wäre aus Governance-Gründen fragwürdig (hätte es doch zur Folge, dass die Research-Abteilung u.U. kursrelevantes Wissen erhielte). Eine Differenzierung ist hier absolut unumgänglich.

Wir schlagen für die **Umschreibung des „Scalping“ die Rückkehr zum bisherigen Wortlaut** gemäss Rz. 14 FINMA-RS 2008/38 vor, der den Sinn besser trifft. Nach dem neu vorgeschlagenen Text müsste jeder Kundenberater, bevor er eine Kaufempfehlung abgibt, die Eigenhandelspositionen seiner Bank überprüfen, um seiner Offenlegungspflicht nachzukommen. Die Bank liefe dadurch auch Gefahr, bei zufälligem, unmittelbarem Kursanstieg in dieser Effekte des Insiderhandels verdächtig zu werden.

Schliesslich wäre neben dem „Scalping“ **auch das „Front, Parallel and After Running“** als Verstoss zu erwähnen.

Ad Rz. 13 – 31 (Marktmanipulation, Art. 33f BEHG)

Rz. 13 erscheint uns irreführend, indem er auf das Verbreiten von Informationen zielt. Sinnvoller wäre u.E. eine **Definition der Marktmanipulation** (in Anlehnung an das Gesetz) oder das Verbleiben beim geltenden Wortlaut (Rz. 8 FINMA-RS 2008/38).

Gemäss **Rz. 14** wäre ein Signal im Sinn von Art. 33f BEHG dann irreführend, wenn es das Marktverhalten eines verständigen Marktteilnehmers beeinflussen kann. Dabei fehlt das **Tatbestandselement der Irreführung**. Eine schlichte Einflussnahme kann nicht als aufsichtsrechtliches Fehlverhalten qualifiziert werden.

Ebenfalls nicht genügend trennscharf ist der **Begriff des Signals**: Bei weitem Verständnis fiel jede Kommunikation – unabhängig von ihrer Intensität und Konzentration – unter den Begriff. Das kann wohl nicht gemeint sein. Auch aufsichtsrechtlich relevante Tatbestände müssen hinreichend klar formuliert sein.

Schliesslich bedürfte der **Begriff des „mit dem Markt vertrauten Marktteilnehmers“** der Präzisierung (vgl. unsere Bemerkungen zu Rz. 3).

Unter **Rz. 15** wäre die **Umschreibung für gewollte Marktmanipulation unter Verwendung algorithmischer Handelssysteme** zu präzisieren. Begriffe wie „falsche“ Signale (gemäss Art. 33f Bst. a BEHG) im Zusammenhang mit der Programmierung von Handelssystemen sind gemäss den angestrebten Kontrollen (**Rz. 52**) nicht wirklich fassbar und belassen zu viel Interpretationsspielraum.

In **Rz. 16** wären die „beispielhaften Verhaltensweisen“ zu ersetzen mit **„beispielhaft aufgeführten Verhaltensweisen“**, was dem gemeinten Sinn entspricht.

Auch ist die Schwelle des **pönalisierten Beeinflussens** nicht ausreichend präzise gesetzt.

In **Rz. 19** fehlt eine **Grenze, die erkennen liesse, ab wann der Anschein von Marktaktivität erweckt wird**. Ob es sich dabei nur um Nostro-Geschäfte handelt oder z.B. auch Fälle erfasst werden, wo Kunden gewillt sind, Buy&Sell Limiten am Markt zu zeigen, ist dem Entwurf ebenfalls nicht klar zu entnehmen.

Hier ist eine **Präzisierung** nötig.

In **Rz. 20** ist nicht klar erkennbar, ob **Nostro- oder Kundengeschäfte** betroffen sind. Die Grenze zwischen Market Making und Wash Trades ist zudem nicht klar erkennbar. Um Liquidität zu generieren, geben Kunden regelmässig Orders im Kauf und Verkauf ein, da die Banken nicht bereit sind, in diesen Titeln aktiv zu sein. In diesen Fällen wäre es wünschenswert, zu wissen, wo die genaue Grenze gezogen wird, bzw. wer unter die gegen Art. 33f BEHG verstossenden Verhaltensweisen fällt.

Unter **Rz. 21** ist in Bezug auf die **Eingabe gegenläufiger Kauf- und Verkaufsverträge in denselben Effekten nach vorgängiger gegenseitiger Absprache** (Matched Orders, Daisy Chains bei Koordination unter mehreren Parteien) nicht ersichtlich, ab welchem Zeitpunkt ein Verhalten gegen Art. 33f BEHG verstösst und bspw. eine Liquiditätsanfrage bei einem Market Maker oder aktiven Marktpartizipanten darunter fällt. In der Botschaft zum BEHG wird festgehalten, dass Matched Orders unter das umfassende Verbot von Scheingeschäften fallen. Unklar ist, ob dieses Verbot so umfassend ist, dass eine Einschränkung in Bezug auf Art. 33f Bst. b BEHG gar nicht mehr möglich sein kann. Im RS 2008/38 waren „Matched Orders, wenn sie aus zulässigen wirtschaftlichen Gründen [...] und zu gängigen Marktpreisen erfolgen [...]“, zulässig (und meldepflichtig). Deshalb sollte im neuen Rundschreiben genau definiert werden, ob Matched Orders generell unter Art. 33f BEHG fallen sollen oder Ausnahmen möglich sind.

Nach dem Wortlaut des Entwurfs wären einerseits **keine On-Order-Book Cross-Trades (einschliesslich In-house Kompensationen) mehr möglich**, andererseits besteht jedoch bei der SIX weiterhin eine Börsenpflicht, aufgrund welcher Aufträge (auch gegenläufige bzw. Kompensationen) unterhalb der Schwellenwerte zwingend on-order-book abzuwickeln sind. Des Weiteren kann sich bei praktisch jeder Transaktion ein Verdacht auf einen Verstoss ergeben. Um klare Regeln zu schaffen, hat die SIX u.a. festgelegt, dass im Falle von vorabgesprochenen gegenläufigen Aufträgen das zweite Leg frühestens 15 Sekunden nach dem ersten eingegeben werden darf. Für EUREX gelten spezifische Crossing-Vorschriften.

Schliesslich gelten die Marktverhaltensregeln bei der FINMA unterstellten Finanzintermediären auch für **ausländische Börsen**. Dabei gibt es Märkte, wo z.T. Cross-Trades bei Lieferung-gegen-Zahlung-Geschäften üblich sind und Börsen, die explizite Regeln für die Abwicklung von Cross- und Pre-Arranged Trades (z.B. EUREX/XETA) mit der Cross-Request-Anforderung und zeitlichen Vorgaben bezüglich der Eingabe der beiden Legs erlassen haben.

Aufgrund dieser Ausführungen schlagen wir die **Beibehaltung des bisherigen Wortlauts** des RS 38/2008 oder Ergänzung der **Rz. 21** wie folgt vor: „[...] sofern sie nicht gemäss den Regeln der entsprechenden Börse abgewickelt werden“.

Zu **Rz. 23** halten wir fest: Das **Verhalten in Bezug auf den Kauf oder Verkauf von Effekten kurz vor Börsenschluss mit dem Ziel, Schlusspreise zu beeinflussen**, kann nicht zu jeder Zeit kontrolliert werden. Funds handeln sehr oft im Closing. Dies sollte unbedingt berücksichtigt werden.

Auch sollte der Begriff „Banging the Close“ (aus dem Commodities-Markt) ersetzt werden durch „**Marking the Close**“.

In **Rz. 24** stellen sich Fragen hinsichtlich der **Grenze, ab der es sich um Market Making, Liquidity Providing oder grundsätzliches Kaufsinteresse handelt**. Dies betrifft v.a. Nebenwerte. Eine Spezifizierung erscheint wünschenswert.

Rz. 25 visiert **Rohstoffe** an, was klar über den im Gesetz umschriebenen Effektenbegriff hinausgeht. Hinzu kommt, dass sich unter dem Gesichtspunkt zunehmender, aufsichtsrechtlich verlangter Transaktionskontrollen die Beeinflussung von Rohwarenpreisen kaum je praktisch nachweisen lässt. Schliesslich sind die Volumina in den einzelnen Rohwaren regelmässig so gross, dass ihr Preis durch „Einzeltäter“ nicht beeinflusst werden kann. Das im Sinn des Börsengesetzes zu regelnde Instrumentarium gegen Marktmanipulation muss auf Finanzinstrumente ausgerichtet bleiben.

Wir beantragen deshalb die **Streichung der Bestimmung**.

Die Aufzählung der namentlich **zulässigen Effektingeschäfte** in **Rz. 28** führt zur Frage, ob Nostro-Nostro Inhouse Crosses als weiterhin grundsätzlich zulässiges Geschäft aufgenommen werden sollten, wie es schon im RS 2008/38 der Fall war. Gemäss Botschaft zur Änderung des BEHG sind solche Geschäfte grundsätzlich zulässig (S. 6903). Gleichzeitig verweist die Botschaft auf die vom Bundesrat zu erlassenden Vorschriften über zulässiges Verhalten. In der Verordnung werden die Nostro-Nostro Inhouse Crosses jedoch nicht explizit erwähnt. Das gilt allgemein für die in Rz. 15 FINMA-RS 2008/38 als zulässig erklärten Verhaltensweisen.

Wir ersuchen Sie um **Beibehaltung dieser bisherigen Safe-Haven-Bestimmungen**.

Bei **Rz. 29** stellt sich in Bezug auf das Market Making die Frage nach der **Abgrenzung zwischen den Rz. 29 und 19 bzw. 20**.

In **Rz. 30** belässt der Wortlaut „nahezu“ einen **zu grossen Interpretationsspielraum**. Um die Bestimmungen der Richtlinie entsprechend umsetzen bzw. einhalten zu können, wären die Adressaten auf klare Bestimmungen angewiesen. Eine präzisere Formulierung wäre hier wünschenswert.

Schliesslich fehlen allgemein die **Safe-Haven-Bestimmungen** des geltenden FINMA-RS 2008/38 wie etwa die – schon erwähnte – Zulässigkeit von „Nostro-Nostro Inhouse Crosses“ (**Rz. 34**) und „Matched Orders“ aus wirtschaftlich zulässigen Gründen (**Rz. 35**).

Entsprechende **Abgrenzungen des pönalisierten Verhaltens** sind u.E. – in ggf. à jour gebrachter Form – auch in das neue Rundschreiben aufzunehmen.

Ad Rz. 32 – 35 (Marktmissbrauch im Primärmarkt, mit ausländischen Effekten und in anderen Märkten)

Rz. 34 erstreckt den Anwendungsbereich des Rundschreibens auf „**nur an einer ausländischen Börse oder börsenähnlichen Einrichtung zum Handel zugelassene Effekten**“. Das entbehrt einer gesetzlichen Grundlage; wir ersuchen Sie deshalb, auf diese Formulierung zu verzichten.

In **Rz. 35** stellt sich wiederum die Frage nach der gesetzlichen Grundlage für eine Regelung des Verhaltens an den **Rohwaren-, Devisen und Zinsmärkten**. Eine solche fehlt; folglich sollte auch der entsprechende Hinweis gestrichen werden.

Auch **die Ausdehnung des Geltungsbereichs in den Devisenmarkt und den Emissionsmarkt für Effekten (Primärmarkt)** entbehrt der Grundlage im Gesetz bzw. war bei der Revision des Börsengesetzes nicht beabsichtigt (vgl. Abschnitt 5a BEHG).

Wir schlagen mangels gesetzlicher Grundlage den **Verzicht auf diesen Abschnitt** vor. Der Kunstgriff mit dem Gewährartikel, um das Börsengesetz auf diesen Bereich anzuwenden, verbietet sich aufgrund der Nähe zum Strafrecht. Erforderlich sind klare Verbote bzw. Gebote oder Handlungsanweisungen. Stattdessen sollte auf den bestehenden, weltweiten Vorschriften, z.B. dem ACI Model Code, aufgebaut werden.

Ad Rz. 36 – 54 (Organisationspflichten)

a. Allgemeines und Umfang

Grundsätzlich begrüssen wir die **Bestimmung der Organisationspflichten nach Massgabe der Risikosituation des Beaufsichtigten**, möchten jedoch anregen, die einzelnen Organisationspflichten durch entsprechende Beispiele zu ergänzen.

Insbesondere bleibt **unklar, inwiefern sich beaufsichtigte Marktteilnehmer von den Organisationspflichten befreien können und somit keine jährliche Risikoanalyse erstellen müssen**. Gleiches gilt in diesem Zusammenhang für die Auskunftspflicht gemäss Art. 29 Abs. 2 FINMAG.

Die Einführung eines **neuen, zusätzlichen Compliance-Berichts (Rz. 37)** neben der umfassenden Jahresprüfung verdoppelt bestehende Überwachungs- und Berichterstattungspflichten, ohne dass ein plausibler Grund dafür bestände. Mit Sicherheit hätte dies jedoch einen beträchtlichen Mehraufwand ohne Mehrwert zur Folge.

Wir ersuchen Sie um den **Verzicht auf diese nicht ausreichend begründbare Neuerung**. Eventualiter wären Beaufsichtigte davon auszunehmen, die schon zur angemessenen Risikoerfassung und -steuerung einschliesslich der entsprechenden Berichter-

stattung verpflichtet sind (soweit diese Berichterstattungspflicht auch das Rundschreiben Marktverhaltensregeln umfasst).

b. *Umgang mit marktmissbräuchlichen Transaktionen (Rz. 38 – 39)*

Rz. 38 ist eine **Übernahme** von Rz. 5 FINMA-RS 2008/38.

Beim Umgang mit marktmissbräuchlichen Geschäften erscheint es jedoch schwierig, zu beurteilen, ab welchem Zeitpunkt ein Anzeichen offensichtlich ist, und wann **Effektengeschäfte für Kunden mit den Anforderungen von Art. 33e und 33f BEHG nicht mehr vereinbar** sind. Auch hier wäre eine engere Umschreibung wünschenswert. Zudemscheint der Hinweis auf Art. 19 GwV-FINMA entgegen den stets und auch in Rz. 38 wiederholten Beteuerungen, dass keine systematische Überwachung und Abklärung von Effektengeschäften der Kunden erforderlich sei, halt doch wieder eine solche Überwachung bei Kunden zu verlangen, die eine Corporate Insider Position haben, also „Primärinsider“ sind und einen Vermögensvorteil von über CHF 1 Mio. erzielen. Genau dies wollte man schon bei der Qualifikation von Insiderdelikten als Vortaten zur Geldwäscherei ausschliessen. Transaktionen zu überwachen, ist das Eine, Kunden segmentieren und spezifisch überwachen zu müssen, ist das Andere. Was der Gesetzgeber ausschliessen wollte, kann nicht durch die Hintertür des Aufsichtsrechts wieder eingeführt werden. Hier ist eine Klarstellung, und zwar im Sinne des Gesetzgebers, erforderlich.

In Bezug auf den Umgang mit marktmissbräuchlichen Geschäften sollte auch das **Kriterium des Handelszeitpunktes** überdacht werden. Insiderinfos müssen nicht mit den Perioden von Handelsbeschränkungen zusammenfallen. Auch das Kriterium von Kauf und Verkauf desselben Titels, das auf Marktmanipulation hinweisen kann, erscheint im Zusammenhang mit den Bestimmungen des GwG als fragwürdig, da beim Tatbestand der Kursmanipulation letztlich ein illegaler Vermögensvorteil in der Höhe von mindestens CHF 1 Mio. entstehen muss, damit ein meldepflichtiger Sachverhalt vorliegt. Deshalb sollte u.E. ein Kriterium, das allein auf mögliche Kursmanipulation hinweist, nicht erwähnt werden, denn eine Meldepflicht besteht nicht generell mit Bezug auf Handlungen, die eine Kursmanipulation darstellen, sondern nur, wenn konkret durch solche Verhaltensweisen ein illegaler Vermögensvorteil von mindestens CHF 1 Mio. entsteht. Im Zusammenhang mit den GwG-Sorgfaltspflichten müssten deshalb gewinnträchtige Transaktionen von börsenkotierten Wertpapieren im Zentrum stehen.

Die **französische Fassung** sollte präzisiert bzw. der deutschen Fassung angeglichen werden (bspw. „... les assujettis sont dans l'obligation de rechercher les causes sous-jacentes desdites opérations“).

Zu **Rz. 39** hält der Erläuterungsbericht fest, dass nur Transaktionen zu melden sind, die **als Insidergeschäfte erkennbar** sind (Pt. 4.8.2). Diese Bestimmung lässt die Frage offen, ob für die Erkennung eines Insidergeschäfts bereits Indizien genügen oder ob dafür eindeutige Beweise vorliegen sollten. Zudem sollte der Meldevorgang genau bestimmt werden.

c. *Information Barriers, Vertraulichkeitsbereiche (Rz. 40 – 42)*

9

Für diesen Abschnitt empfehlen wir allgemein die Verwendung des sachlicheren Begriffs „**Information Barriers**“ (statt „Chinese Walls“).

In **Rz. 40** wäre der Begriff „Insiderinformationen“ durch „**vertrauliche preissensitive Informationen**“ zu ersetzen. Auch sollte die Formulierung dem Umstand Rechnung tragen, dass Informationsmissbrauch nie gänzlich vermieden werden kann.

Rz. 41 bestimmt, dass eine Person, die über Effektengeschäfte entscheidet oder solche Entscheidungen beeinflussen „könnte“, **von Insiderinformationen keine Kenntnis** haben darf. Folglich dürfen umgekehrt Personen, die über Insiderinformationen verfügen, den Entscheid über den Handel nicht beeinflussen können.

Das ist zu absolut umschrieben und geht im Ergebnis zu weit. Die Bestimmung lässt ausser Acht, dass bei der **Gliederung und Vornahme von Transaktionen für Kunden** zwangsläufig oft Entscheidungsträger des Handels einbezogen werden müssen. Sie sind über das Verbot, kursrelevante Informationen auszunützen, orientiert und werden z.B. hinsichtlich Mitarbeitergeschäften auch überwacht. Solche Entscheidungsträger – namentlich Vorgesetzte – können und müssen den Entscheid über eine Transaktion direkt oder indirekt beeinflussen. Es kann unumgänglich sein, dass bspw. ein Abteilungsleiter des Handels oder der Handelschef selber in einen Vertraulichkeitsbereich aufgenommen wird, während ein Händler der Abteilung unabhängig davon andere Effektengeschäfte tätigt, die der Vorgesetzte (theoretisch) beeinflussen kann. Solche in der Praxis gängigen Konstellationen – hier nur beispielhaft erwähnt – wären durch die vorgeschlagene Formulierung von Rz. 41 verboten.

Besonders erwähnt sei, dass in Rz. 51 FINMA-RS 2008/38 ein „**Wall Crossing**“ zulässig war. Wie entsprechende Probleme künftig zu handhaben seien, ist aufgrund der vorgeschlagenen Regelung unklar.

Die Angemessenheit dieses absoluten und radikalen Verbots erscheint zweifelhaft. Nach dem geltenden FINMA-RS 2008/38 war die **notwendige Zusammenarbeit der Abteilungen in einem regulierten, kontrollierten Rahmen** möglich. Die vorgeschlagene Änderung geht womöglich weiter als beabsichtigt. Sie könnte auch die bewährte Organisation und Kontrolle nach dem FINMA-RS 2008/38 in Frage stellen.

Die **Unklarheit und mangelnde Rechtssicherheit** der vorgeschlagenen Regelung lässt sich auch am Beispiel der Streichung von Kapitel VII/C FINMA-RS 2008/38 aufzeigen (Transaktionen ausserhalb von abgetrennten Vertraulichkeitsbereichen). Der Hinweis im Erläuterungsbericht, Ziff. 4.8.3., dass die konkrete Umsetzung den Betroffenen überlassen und fallweise zu beurteilen sei, ist kein praktikabler Ersatz. Wir ersuchen Sie, dieses Kapitel im Rundschreiben zu belassen.

Uns fehlt die **Begründung im Einzelnen**, warum bewährte Ausnahmen („Safe Havens“) generell abgeschafft werden und was an ihrer Stelle konkret gelten soll.

Zumindest wäre die geltende **Safe-Haven-Bestimmung für die zulässige Durchbrechung von Information Barriers** (Rz. 51 FINMA-RS 2008/38) in das neue Rundschreiben zu überehmen.

d. Überwachung von Mitarbeitergeschäften (Rz. 43 – 45)

Neu soll auch ein Konto oder Depot überwacht werden, an dem der **Mitarbeitende nur wirtschaftlich berechtigt** ist. Das stösst an Grenzen, denn u.U. hat der wirtschaftlich Berechtigte keine Möglichkeit, von einer Drittbank Informationen zu erfolgten Transaktionen zu erhalten und seinem Arbeitgeber zur Verfügung zu stellen.

Auch die Überwachungen von Konto oder Depots, für die der **Mitarbeitende nur bevollmächtigt** ist, geht wohl zu weit (namentlich im Blick auf Mandate kulturellen und sozialen Einrichtungen, die oft mit einer Bankvollmacht verbunden sind).

Schliesslich ist auch die Überwachung von **Personen mit nur potenziellem Zugriff auf Insiderinformationen** vorgesehen. Wir bitten Sie um Beispiele dafür, was konkret gemeint sein soll.

Am Ende von **Rz. 45** wäre u.E. zu präzisieren, was unter den „**relevanten Konto- und Depotverbindungen**“ zu verstehen sei, und mit Beispielen zu versehen. Zur Verhinderung eines Missbrauchs von Insidergeschäften genügt jedenfalls die Überwachung von Depots; was eine Kontoüberwachung dazu beitrüge, erscheint uns schleierhaft. Diese Problematik gilt schon für die geltende Regelung (vgl. FAQ zum FINMA-RS 2008/38, wo zwar die Konti erwähnt sind, aber eine Konkretisierung für die Praxis fehlt).

Schliesslich könnte die neue Formulierung von **Rz. 43** als laufender Überwachungsauftrag für Mitarbeiter, die **Depots bei Drittbanken** führen, verstanden werden. Das jedoch wäre praktisch nicht umsetzbar. Deshalb verlangt die geltende Rz. 56 FINMA-RS 2008/38 nur die Berücksichtigung von Drittbankverbindungen „in geeigneter Form“. Diese Präzisierung sollte u.E. beibehalten werden.

Unhaltbar ist, dass die FINMA **auch die Verwaltungsratsmitglieder als „Mitarbeitende“** überwacht sehen will (**Rz. 44**). Das ist höchstens bei exekutiven Mitgliedern, die zugleich angestellt sind, denkbar. Unlösbar ist eine solche Aufgabe bei nicht-exekutiven Mitgliedern mit Wohnsitz und Bankbeziehungen im Ausland.

Mitglieder des Verwaltungsrats kümmern sich typischerweise nicht um das operative Geschäft. Die FINMA verlangt für sie sogar ausdrücklich „**eine angemessene Distanz zum Tagesgeschäft**“ (s. FAQ Oberleitung von Banken und Effektenhändlern, Ziff. 4). Demnach haben Mitglieder eines Bankenverwaltungsrates i.d.R. keinen Einblick in Transaktionen von Kunden und können diesbezüglich auch kein Insiderwissen haben. Eine Überwachung ihrer Bankgeschäfte ist u.E. deshalb für eine Insiderhandelsprävention unnötig. Verwaltungsratsmitglieder können jedoch ein Insiderwissen betreffend ihr eigenes Institut haben. Dagegen wirken jedoch bereits die Börsenvorschriften zur Offenlegung von Managementtransaktionen präventiv. Sollte dies nicht als ausreichend erachtet werden, könnte man sich ggf. eine Pflicht der Banken überlegen, ihre Verwaltungsräte zu verpflichten, die Aktien ihrer Bank (soweit diese kotiert sind) zwecks Überwachung ausschliesslich bei der betreffenden Bank verwahren zu lassen.

Verwaltungsratsmitglieder üben ihr Mandat **regelmässig im Nebenamt** aus (abgesehen von einigen Präsidenten oder Präsidiumsmitgliedern). Auch sind sie oft international vernetzt, haben keinen ausschliesslichen Fokus auf die eigene Bank und unterhalten eine Vielzahl von Tätigkeiten und Geschäftsbeziehungen einschliesslich Bankbeziehungen ausserhalb der Bank. Es ist deshalb nicht nachvollziehbar, wie hier eine Überwachung ihrer Bankgeschäfteerfolgen sollte.

Davon abgesehen, lassen sich Mitglieder eines Verwaltungsrats auch nicht als Mitarbeiter qualifizieren (ausser, sie haben einen Arbeitsvertrag mit der Bank). Deshalb sollten Verwaltungsratsmitglieder, die **nicht durch einen Arbeitsvertrag gebunden** sind, von dieser Bestimmung ausgenommen werden.

e. *Aufzeichnungspflichten (Rz. 49 – 51)*

Die bestehenden Aufzeichnungspflichten sollen erheblich erweitert werden, indem nun alle internen und externen Telefongespräche von Mitarbeitenden, die „in besonderem Mass dem Erhalt von für die Marktaufsicht relevanten Informationen ausgesetzt sind.“ Das sind aber **nicht mehr nur Mitarbeitende des Handels**, sondern weitere Mitarbeiterkreise, die nach dem vorliegenden Wortlaut nur schwer eingegrenzt werden können. Zu denken ist bspw. an Kundenberater im Asset Management oder Private Banking: eine klar unverhältnismässige Perspektive.

Unklar ist besonders die **Pflicht, „aufsichtsrechtlich relevante Sachverhalte [...] zu dokumentieren“ (Rz. 49)**. Hierzu bedarf es einer Präzisierung.

Besonders problematisch wäre die Aufzeichnungspflicht auch für **private Mobiltelefone** der Mitarbeitenden (**Rz. 50**, zweitletzter Satz).

Wir ersuchen Sie um den **Verzicht auf diese Neuregelung** oder die Schaffung beispielhafter Kategorien entsprechender Mitarbeitender.

Unklar ist auch, **welche Mitarbeiter** nach Ansicht der FINMA „in besonderem Mass dem Erhalt von für die Marktaufsicht relevanten Informationen ausgesetzt sind“. Hier wäre eine Präzisierung im Hinblick auf die Umsetzung in der Praxis unabdingbar.

Eine **Präzisierung** erscheint uns dringend, ebenfalls im Blick auf das Verhältnis des zweitletzten Satzes zum letzten Satz von **Rz. 50**.

Bei **Rz. 51** sollte die Einschränkung „mindestens“ nicht übernommen werden. Hingegen wäre allenfalls **die Erhöhung der Aufbewahrungsfrist auf drei Jahre** zu überlegen, damit das neue Rundschreiben mit den europäischen Standards übereinstimmt.

f. *Hochfrequenzhandel (Rz. 52 – 53)*

Der **Hochfrequenzhandel** wäre u.E. klar vom algorithmischen Handel zu trennen, und die jeweils anwendbaren Kriterien bedürften einer klaren Definition. Es gilt namentlich zu regeln, ob unter den algorithmischen Handel auch das „Market Making“ fällt oder

nur die Strategien betroffen sind. Der algorithmische Handel wird sehr intensiv benutzt. Oft werden die entsprechenden Tools im Ausland unterhalten, weshalb es schwierig sein dürfte, diese Handelsstrategien für Dritte nachvollziehbar zu dokumentieren und das System der Algorithmen zu kontrollieren. Aufgrund des Wortlauts im Entwurf wäre davon auszugehen, dass die Bestimmung ebenfalls für algorithmischen Handel Dritter Geltung hat, der über die Bank abgewickelt wird. Ob dies wirklich beabsichtigt ist, sollte die FINMA präzisieren, ebenso den Umfang des Einbezugs von Algo-Trading in den Bereichen Rohwaren, Devisen und Zinsen.


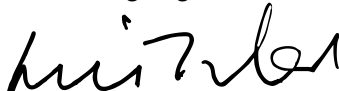
Zu **Rz. 53** wäre festzuhalten, dass die **Formulierung der Dokumentationspflicht** einer Präzisierung bedarf. Für Dritte ist eine Dokumentation der Programmierungen, die dem Systemhandel zugrunde liegen, kaum verständlich und nachvollziehbar. Eine Dokumentation sollte lediglich rudimentär die Handelsstrategie umschreiben müssen, ohne technische Details einzubeziehen.

III. Übergangsbestimmungen, Umsetzungsfrist

Rz. 57 sieht eine Umsetzungsfrist von sechs Monaten ab Inkrafttreten vor. Das erscheint uns zu kurz einerseits für die Einführung von Organisationspflichten bei Beaufichtigten, die bislang nicht darunter fielen, und andererseits für die Klärung und Umsetzung erweiterter Pflichten wie z.B. der Aufzeichnungspflicht. Wir schlagen eine **Frist von 12 Monaten** vor.

Auch sollte in den Übergangsbestimmungen geregelt sein, ab welchem Zeitpunkt bzw. für welche Berichtsperiode **erstmalig ein allfälliger Bericht gemäss Rz. 37** zu erstatten ist.

Freundliche Grüsse
Schweizerische Bankiervereinigung

 
Renate Schwob Christoph Winzeler

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FINMA
Dr. Annemarie Nussbaumer
Einsteinstrasse 2
3003 Bern

Zürich, 10. Mai 2013

Stellungnahme zum Rundschreiben 2013/xy «Marktverhaltensregeln» (Totalrevision des FINMA-RS 08/38)

Sehr geehrte Frau Dr. Nussbaumer

Wir danken Ihnen für die Möglichkeit, zum Rundschreiben 2013/xy «Marktverhaltensregeln» Stellung zu nehmen. Gerne unterbreiten wir Ihnen nachfolgend die Stellungnahme der Privatassekuranz:

Zusammenfassung:

- 1 Der Schweizerische Versicherungsverband lehnt eine Ausdehnung des Rundschreibens 2008/38 betreffend Marktverhaltensregeln auf die Versicherungsbranche ab. Es fehlt dafür eine gesetzliche Grundlage (s. Ziffer 1 der Stellungnahme).
- 2 Unabhängig von der Tatsache, dass die gesetzliche Grundlage für eine Ausdehnung fehlt, nehmen wir zu einzelnen Punkten des Anhörungsentwurfs Stellung (s. Ziffer 2 der Stellungnahme).

1 Keine Ausdehnung des Rundschreibens auf die Versicherungsbranche
(betrifft Rz 3–5 Anhörungsentwurf)

Das geltende Rundschreiben 2008/38 betreffend Marktverhaltensregeln richtet sich an Effekthändler, Banken ohne Effekthändler-Status und Bewilligungsträger nach Art. 13 Kollektivanlagengesetz (s. Rz 4–6 Rundschreiben 2008/38). Der SVV lehnt eine Ausdehnung des Rundschreibens auf die Versicherungsbranche entschieden ab. Diese verstösst gegen das Legalitätsprinzip, weil eine gesetzliche Grundlage dafür fehlt (s. die Voraussetzungen für eine Delegation von Rechtsetzungsbefugnissen). Notabene ist das Legalitätsprinzip vorliegend noch viel stärker zu beachten, weil kapitalmarktrechtliche Pflichten auch strafbewehrt sind.

Eine Grundlage müsste sich aus den Finanzmarktgesetzen ergeben (s. Art. 1 Abs. 1 in Verbindung mit Art. 7 Abs. 1 Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG). Der Gesetzgeber hat bei der Zentralisierung der Finanzmarktaufsicht (unter Vorbehalt der Aufsichtsinstrumente) bewusst darauf verzichtet, die Finanzmarktgesetze zu vereinheitlichen (s. Seite 2846 f. Botschaft vom 1. Februar 2006 zum FINMAG und Art. 2 FINMAG, wonach Bestimmungen in den besonderen Finanzmarktgesetzen den allgemeinen Bestimmungen des FINMAG vorgehen).

Für die Versicherungsaufsicht ist das **Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG)** massgeblich:

- Das VAG enthält keine Bestimmung, welche der FINMA die Kompetenz verleiht, Vorschriften aus anderen Finanzmarktgesetzen bzw. Rundschreiben betreffend Effektenhändler auf den Versicherungssektor auszudehnen.
- Auch die Gewährsbestimmungen des VAG (Art. 14, 67 und 75 VAG) verleihen der FINMA keine entsprechende Kompetenz. Diese richten sich an die Entscheidungs- bzw. Verantwortungsträger eines Versicherungsunternehmens und betreffen (einzig) deren berufliche Eignung/Fähigkeiten und moralische Unbescholtenheit. Dementsprechend verfügen der Bundesrat bzw. die FINMA aufgrund der Art. 14, 67 und 75 VAG **nur über die Kompetenz zur Festlegung der erforderlichen beruflichen Fähigkeiten und Qualifikationen dieser Personen/Organe** (so **explizit** Art. 14 Abs. 2 VAG und Seite 3814 f. Botschaft vom 9. Mai 2003 zur Totalrevision VAG). In der Botschaft zur Totalrevision VAG werden bei den Gewährsbestimmungen folgende Beispiele angeführt:
 - Mehrheit des Verwaltungsrates muss über **Versicherungsfachwissen** verfügen.
 - Die interne Revisionsstelle muss über eine entsprechende **Ausbildung** verfügen und **Versicherungserfahrung** haben.

Auch das (revidierte) Börsengesetz (BEHG), auf welches im Rundschreiben Bezug genommen wird, enthält **keine Bestimmung**, welche eine Ausdehnung des Rundschreibens 2008/38 auf die Versicherungsbranche rechtfertigt:

- Gesetzesadressaten des BEHG sind Effektenhändler und Börsen. Das geltende Rundschreiben 2008/38 stützt sich explizit auf Art. 10 Abs. 2 Bst. d und Art. 11 BEHG ab und ist für Versicherungsgesellschaften nicht anwendbar (s. Rz 3 bzw. 6 Rundschreiben 2008/38). Art. 10 und 11 BEHG sind seit Erlass des BEHG in Kraft und wurden im Zuge der BEHG-Revision (seit 1. Mai 2013 in Kraft) unverändert beibehalten.
- Wir verweisen auch auf Art. 2 Abs. 3 Börsenverordnung (BEHV): Der Bundesrat erklärt darin explizit, dass Versicherer, Fondsleitungen usw. nicht Effektenhändler sind.

Es sind uns im Übrigen auch keine ausländischen Regulierungen bekannt, welche die Beachtung von Vorschriften der Wertpapier- und Börsenaufsicht als Bestandteil der versicherungsaufsichtlichen Governance deklarieren. Insbesondere ist eine solche «Gewährleistungsnorm» aus dem EU-Versicherungsaufsichtsrecht nicht ersichtlich (s. Solvency II Richtlinie, Art. 41 ff.).

2 Bemerkungen zu einzelnen Randziffern des Anhörungsentwurfes

Unabhängig von der Tatsache, dass die gesetzliche Grundlage für eine Ausdehnung des Rundschreibens fehlt, unterbreiten wir Ihnen unsere Stellungnahme zu einzelnen Punkten des Anhörungsentwurfs insbesondere aus Sicht der Privatassekuranz. Analoges gilt aber auch für Fondsleitungen und Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen:

2.1 Rz 4, Kapitel II. Geltungsbereich

Bei der Ausweitung des Anwendungsbereichs des Rundschreibens fehlt eine Differenzierung auf mehreren Ebenen. So würde z.B. die Anwendung des Rundschreibens auf Gruppen und Konglomerate dazu führen, dass die Pflichten gemäss dem vorliegenden Rundschreiben auch für ausländische Tochterunternehmen gelten würden, auch wenn deren Tätigkeiten keinen Bezug zur Schweiz bzw. zum Schweizerischen Kapitalmarkt haben. Letztlich führt dies zu einer extraterritorialen Anwendung des schweizerischen Kapitalmarktrechts, was mit der schweizerischen Rechts-tradition nicht vereinbar ist. Der Geltungsbereich des schweizerischen Rechts ist grundsätzlich auf die Schweiz beschränkt.

Das Rundschreiben sollte – wenn überhaupt – allein auf die Unternehmen anwendbar sein, welche die FINMA in der Schweiz beaufsichtigt und nicht auf verbundene ausländische Gesellschaften.

2.2 Rz 20 (Wash Trades), Kapitel V. Marktmanipulation

Diesen Grundsatz stellen wir nicht in Frage. Jedoch sollte es Versicherungsgesellschaften mit verschiedenen gebundenen Vermögen weiterhin erlaubt sein, Käufe und Verkäufe derselben Effekten zu Marktpreisen vom einen zum anderen gebundenen Vermögen zu übertragen (z.B. von Versicherung Einzelleben zu Versicherung Kollektivleben), obwohl diese zur selben rechtlichen Einheit gehören. Aus regulatorischen Gründen sind diese Vermögen wie zwei unterschiedliche Rechtspersonen zu führen (separate Konti, Depots, separate ISDA / CSA Verträge pro Vermögen). Daher sollten sie auch bezüglich der Anwendung dieses Grundsatzes als zwei unterschiedliche Personen behandelt werden.

Eine entsprechende Ergänzung/Präzisierung wäre notwendig.

2.3 Rz 32–35, Kapitel VI. Marktmissbrauch im Primärmarkt, mit ausländischen Effekten sowie in anderen Märkten

Die Ausdehnung des Geltungsbereichs auf den Devisenmarkt und den Emissionsmarkt für Effekten (Primärmarkt) entbehrt einer gesetzlichen Grundlage und war bei der Revision des BEHG nicht beabsichtigt (vgl. 5a. Abschnitt: Aufsichtsrechtlich unzulässiges Marktverhalten rev. BEHG). Die in Rz 34 vorgesehene Anwendung des Rundschreibens auf Tätigkeiten an ausländischen Börsen

oder börsenähnlichen Einrichtungen sprengt den Geltungsbereich schweizerischer Finanzmarkt-gesetze und führt letztlich zu Rechtskollisionen mit ausländischen Gesetzen.

Die Compliance mit einschlägigen (auch ausländischen) Vorschriften ist höchstens indirekt Gegenstand der Versicherungsaufsicht, z.B. im Rahmen des Swiss Qualitative Assessment (SQA). Vorschriften aus anderen Finanzmarktgesetzen werden damit aber nicht zum Gegenstand der Versicherungsaufsicht und es ist daher nicht zulässig, diese Vorschriften auf dem Wege eines Rundschreibens in die Versicherungsaufsicht einzugliedern.

2.4 Rz 36–37, Kapitel VII. Organisationspflichten, A. Umfang

Wie bereits in Ziffer 1 unserer Stellungnahme dargelegt, fehlt für Zwecke der Versicherungsaufsicht eine gesetzliche Grundlage für die in Kapitel VII. aufgeführten Organisationspflichten. Die Ausdehnung der Organisationspflichten auf Versicherungen, Versicherungsgruppen und – konglomerate wird im Erläuterungsbericht der FINMA mit dem Gewährsbegriff begründet (s. Seite 7 und 8 Erläuterungsbericht, wonach die Ausdehnung «dem einheitlichen Gehalt des Gewährsbegriffs entspricht»). Die betreffenden Organisationspflichten entsprechen jedoch weder der gesetzgeberischen Intention noch dem Sinn und Zweck (und auch nicht dem Wortlaut) der in Art. 14 VAG vorgesehenen Gewährsanforderungen. Es geht nicht an, den Gewährsartikel als Blankkettnorm für die Einführung von Organisationspflichten heranzuziehen.

Abgesehen davon, dass eine gesetzliche Grundlage fehlt, fehlt eine Differenzierung auf mehreren Ebenen:

Die Organisationspflichten des geltenden Rundschreibens 2008/38 bzw. des vorliegenden Anhörungsentwurfs orientieren sich am Standard für Investmentbanken, welche ein völlig anderes Geschäftsmodell aufweisen als eine Versicherungsgesellschaft oder eine Fondsleitung.

Eine Ausweitung dieses Rundschreibens auf weitere Beaufsichtigte würde erfordern, dass die FINMA den Umfang der Organisationspflichten konkreter auf die verschiedenen Geschäftsmodelle bezieht:

- Eine Versicherung kann die Vermögensverwaltung selber durchführen oder (ganz oder teilweise) an eine Konzerngesellschaft oder einen Dritten outsourcen.
- Eine Fondsleitung kann die Vermögensverwaltung selber durchführen oder (ganz oder teilweise) an eine Konzerngesellschaft oder einen Dritten outsourcen.
- Ein Vermögensverwalter kann Konti auf seinen Namen auf Rechnung seiner Kunden bei einer Bank unterhalten oder diese ausschliesslich auf Namen und Rechnung des Kunden bei einer Bank führen.

Für jede dieser Erscheinungsformen und Geschäftstätigkeiten müssten unterschiedliche Organisationspflichten gelten. Hier gilt nicht «one size fits all», sonst wird die Umsetzung für die Beaufsichtigten und die Überprüfung durch die Prüfgesellschaft unnötig erschwert. Der im Entwurf vor-

gesehene risikospezifische Umfang der Organisationspflichten hat nur den Anschein eines flexiblen und risikogerechten Ansatzes. Im Ergebnis würden alle Beaufsichtigten gezwungen, ohne Rücksicht auf deren Risikosituation bezüglich Insiderhandel und Marktmissbrauch, jährlich wiederkehrend umfangreiche Abklärungen zu treffen, darüber an die geschäftsleitenden Organe zu berichten und sich mit zusätzlichen Prüfthemen und –Kosten der Prüfgesellschaften auseinanderzusetzen.

Im Rundschreiben sollte eine Abfolge der erfassten Beaufsichtigten nach deren Geschäftsmodell aufgeführt werden, um dann mit der Aussage von Rz 36 (risikobasierter Ansatz) anzuknüpfen. Die Einteilung nach Geschäftsmodellen könnte z.B. wie folgt vorgenommen werden:

- Investmentbank / Bank mit Firmenberatungstätigkeit
- Privatbank ohne Firmenberatungstätigkeit
- Vermögensverwalter mit eigener Kontoführung für Kunden (diskretionär/nicht diskretionär)
- Vermögensverwalter ohne eigene Kontoführung für Kunden (diskretionär/nicht diskretionär)
- Fondsleitung mit eigener Vermögensverwaltungstätigkeit
- Fondsleitung mit delegierter Vermögensverwaltungstätigkeit
- Versicherung mit eigener Vermögensverwaltungstätigkeit
- Versicherung mit delegierter Vermögensverwaltungstätigkeit

Ausserdem wären die Verwaltung von Wertschriftenbeständen und die Verwaltung von Liegenschaften-Beständen – letzterer kommt in der Versicherungsindustrie eine grosse Bedeutung zu – unterschiedlich zu behandeln.

Eine solche Einteilung nach Typen von Geschäftsmodellen könnte die Basis bilden, um die eigene Risikosituation nach spezifischer Geschäftstätigkeit, Grösse und Struktur zu analysieren. Sowohl die betroffenen Beaufsichtigten als auch die Prüfgesellschaften könnten die Relevanz der einzelnen Organisationspflichten besser auf die effektive Geschäftstätigkeit hin beurteilen.

Es gilt auch zu beachten, dass die Prüfung der Einhaltung der Organisationspflichten durch die Prüfgesellschaften (Rz 37 und Rz 54) zu erheblichen Doppelspurigkeiten mit der bereits gemäss VAG bestehenden aufsichtsrechtlichen Prüfung von Versicherungsunternehmen führen würde. Eine solche zusätzliche, doppelte Prüfung würde entsprechend unnötige Kosten zulasten der Versicherungsunternehmen verursachen, die sich letztlich zu Lasten der Versicherten in den Prämien niederschlagen.

2.5 Rz 40–42, Kapitel VII. Organisationspflichten, C. Informationsbarrieren (Chinese Walls) / Vertraulichkeitsbereiche

Der individuelle Geltungsbereich der Chinese Walls ist sehr weit gefasst, entstammt im Wesentlichen den Regeln bei einer Investmentbank, und bedarf einer Klärung.

Ausser im Investmentbanking, wo das Vorhandensein von und der Umgang mit Insiderinformationen zum Alltag gehört, kann sich dies bei anderen Beaufsichtigten allenfalls dann ad hoc ergeben, wenn sich diese selbst mit einer Akquisition oder einem Verkauf eines Geschäftsteiles befassen und börsengehandelte Effekten vorhanden sind.

2.6 Rz 43–45, Kapitel VII. Organisationspflichten, D. Überwachung von Mitarbeitergeschäften

In Rz 43 wird unterstellt, dass grundsätzlich bei Beaufsichtigten Insiderinformationen vorhanden sind, welche diese zu Massnahmen verpflichten, welche Missbrauch verhindern bzw. aufdecken.

Für Versicherungsgesellschaften, Fondsleitungen und Vermögensverwalter schießt diese Regelung weit über das Ziel hinaus und stellt diese vor unlösbare Umsetzungsprobleme, wenn nicht nach bestimmten Geschäftsmodellen unterschieden wird. Gemäss Rz 45 muss im Bedarfsfall in alle relevanten Konto- und Depotverbindungen Einblick genommen werden können, wodurch ein Mindeststandard vorgegeben wird. Der risikobasierte Ansatz bringt in diesem Fall keine Entlastung. Der Verhältnismässigkeit, dem Arbeitsrecht, dem Persönlichkeits- und dem Datenschutz wird im Rundsreiben nicht Rechnung getragen. Unverhältnismässig ist insbesondere die Anforderung, dass unbenommen von der Einteilung der Mitarbeitenden in Risikokategorien die Möglichkeit des Einblicks in alle relevanten Konto- und Depotverbindungen sicherzustellen sei. Ein derart weitgehender Eingriff in die Privatsphäre ist – wie die Aufzeichnungspflicht – auf Mitarbeitende im Handelsraum eines Effekthändlers zu beschränken. Die Einschränkung auf die «relevanten» Konto- und Depotverbindungen ist als Erleichterung untauglich, da die Relevanz kaum zum Vornherein festgelegt werden kann.

Zudem gelten vor und nach Publikation der Geschäftszahlen des Beaufsichtigten Handelsverbote für Mitarbeitende, welche Zugang zu diesen Zahlen oder Teilen davon haben oder in Kontrollbereichen arbeiten.

Der absolute Einbezug von Mitgliedern des Organs für Oberleitung (Verwaltungsräte), usw. (Rz 44) geht über alles bisher Bekannte hinaus. Die pauschale Anforderung einer solchen Vorschrift könnte der Attraktivität des Finanzplatzes schaden. Ein «Swiss Finish» bzw. die Umsetzung von europäischen Regulierungsideen, die dann in Europa nicht oder in abgeschwächter Form umgesetzt werden, wären fehl am Platz und standortgefährdend. Für die Schweiz als Nichtmitglied der EU besteht die Option (unter Vorbehalt von «zwingenden» Drittstaatregelungen), europäisches Recht zu übernehmen, wenn dies sachgerecht, in sich stimmig und politisch mehrheitsfähig ist. Mit dieser Option ist sinnvoll umzugehen.

Für Versicherungsgesellschaften, Fondsleitungen und Vermögensverwalter sollte es reichen, dass die Mitarbeitenden bezüglich der Insidertatbestände gemäss BEHG regelmässig geschult werden und das von den Mitarbeitenden erwartete Verhalten in einer Weisung, welche Teil des Arbeitsvertrages ist, geregelt ist, sowie die Konsequenzen von Regelverstössen klar kommuni-

ziert sind. Für Mitglieder des Verwaltungsrats usw. sollte eine angenäherte Lösung getroffen werden.

2.7 Rz 46–48, Kapitel VII. Organisationspflichten, E. Watch List und Restricted List

Diese Listen sind Standard bei Investmentbanken, muten aber für Versicherungen, Fondsleitungen und Vermögensverwalter seltsam an, da diese Begriffe völlig anders besetzt sind: In der Vermögensverwaltung oder bei Versicherungen, welche das Vermögensverwaltungsgeschäft selber betreiben, beschreibt der Begriff «Restricted List» Emittenten oder Gegenparteien, welche aus Risiko- oder anderen Gründen gemieden werden sollen. Die «Watch-List» beschreibt Anlagen, welche ebenfalls aus Risiko- oder anderen Gründen unter besonderer Beobachtung stehen.

Bei Versicherungen, Fondsleitungen und in der Vermögensverwaltung sollte auf Vorschriften bezüglich diese Listen verzichtet werden.

2.8 Rz 49–51, Kapitel VII. Organisationspflichten, F. Aufzeichnungspflichten

Gemäss Anhörungsentwurf sollen die Aufzeichnungspflichten neu auch Mitarbeitende von Versicherungen gelten, die «gemäss Risikoeinschätzung in besonderem Mass dem Erhalt von für die Marktaufsicht relevanten Informationen ausgesetzt sind» (s. Rz 50 Anhörungsentwurf). Wir verweisen auf Ziffer 1 unserer Stellungnahme: Es fehlt dafür eine gesetzliche Grundlage.

Davon abgesehen, schiesst der Anhörungsentwurf über das Ziel und das Machbare hinaus: Neu soll die Aufzeichnungspflicht von der ein- und ausgehende Kommunikation im Handelsraum auf alle Mitarbeiter ausgedehnt werden, die «gemäss Risikoeinschätzung in besonderem Mass dem Erhalt von für die Marktaufsicht relevanten Informationen ausgesetzt sind» – dies notabene inklusive Mobiltelefone, E-Mail, SMS usw. Diese mit den Mitarbeitenden vertraglich zu vereinbarenden Überwachungspflichten gehen erheblich weiter (z.B. die Aufbewahrungsdauer für rückwirkende Überwachungen), als die Überwachungsbefugnisse der Strafbehörden gestützt auf das Bundesgesetzes betreffend die Überwachung des Post- und Fernmeldeverkehrs (BÜPF) und stellen einen massiven Eingriff in die Privatsphäre der Mitarbeitenden dar.

2.9 Rz 57, Kapitel VIII. Inkrafttreten und Übergangsbestimmungen

Eine Umsetzungsfrist von sechs Monaten ab Inkrafttreten ist aufgrund verschiedener Prozess- und Systemanpassungen zu kurz. Es sollte mindestens eine Frist von 12 Monaten eingeräumt werden.

2.10 Regulierungsfolgenabschätzung

Die Massnahmen müssen umsetzbar und deren Kosten wirtschaftlich tragbar sein. Dabei sind neben eigentlichen Aufsichtskosten (z.B. für Prüfung der Einhaltung der Organisationspflichten durch Prüfgesellschaften) auch die Kosten zu berücksichtigen, welche den Finanzinstituten infolge der regulatorischen Massnahmen entstehen. Die Rechnung für alle diese Kosten zahlt schlussendlich der Kunde. Die neuen und/oder zusätzlichen Massnahmen und eine Ausdehnung

des Geltungsbereichs wäre daher gemäss Art. 7 Abs. 2 FINMAG einer Analyse zu unterziehen. Im Erläuterungsbericht zum Anhörungsentwurf ist dazu nichts ersichtlich. Eine solche Analyse sollte für jede einzelne Massnahme und entsprechend Art. 7 Abs. 2 Bst. c FINMAG für jeden Finanzsektor separat erfolgen, wobei jeweils insbesondere die Verhältnismässigkeit der betreffenden Massnahmen darzulegen wäre.

Für Rückfragen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen

Schweizerischer Versicherungsverband SVV



Marc Chuard
Leiter Ressort Finanz & Regulierung



RA Franziska Streich
Leiterin Recht



Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
Dr. Annemarie Nussbaumer
Einsteinstrasse 2
3003 Bern

SIX Swiss Exchange AG
SIX Exchange Regulation
Selnastrasse 30
Postfach 1758
CH-8021 Zürich

www.six-exchange-regulation.com

Kontaktperson:
Rodolfo Straub
T +41 58 399 2910
rodolfo.straub@six-group.com

Zürich, 13. Mai 2013

**Stellungnahme zum Anhörungsentwurf des Rundschreibens 2013/xy
„Marktverhaltensregeln“ (Totalrevision des FINMA RS 08/38)**

Sehr geehrte Damen und Herren

Am 27. März 2013 hat die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA die interessierten Kreise zur Stellungnahme zum totalrevidierten Rundschreiben Marktverhaltensregeln eingeladen. Mit der Revision des Börsengesetzes (BEHG) und der Börsenverordnung (BEHV) im Bereich Börsendelikte und Marktmissbrauch werden neu auf der Ebene des Aufsichtsrechts gesetzliche Bestimmungen geschaffen, welche Insiderhandel und Marktmanipulation für sämtliche Marktteilnehmer (natürliche und juristische Personen) verbieten. Die FINMA konkretisiert die neuen Bestimmungen zu den Marktverhaltensregeln im Rahmen einer Totalrevision des bisherigen Rundschreibens 2008/38.

Gerne nehmen wir die Gelegenheit zur Stellungnahme wahr und möchten zum Entwurf des FINMA Rundschreibens 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ Folgendes ausführen:

1. Einleitende Bemerkungen

1.1. Zur Form

Gemäss Art. 7 Abs. 1 Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG) reguliert die FINMA auf zwei Arten. Mittels Verordnungen, wo dies in der Finanzmarktgesetzgebung vorgesehen ist (Art. 7 Abs. 1 lit. a FINMAG) und mittels Rundschreiben über die Anwendung der Finanzmarktgesetzgebung (Art. 7 Abs. 1 lit. b FINMAG).

Der Gesetzgeber hat der FINMA somit zwei mögliche Formen der Regulierung bzw. zwei Verordnungswege im FINMAG vorgegeben. Da nicht davon auszugehen ist, dass der Gesetzgeber der FINMA mit den erwähnten lit. a und b zweimal die gleiche Verordnungsform vorgeben resp. auch keine neue sui generis Verordnungsform einräumen wollte, kann geschlossen werden, dass der Gesetzgeber mit den beiden Bestimmungen zwischen Rechtsverordnungen (Verordnungen nach Art. 7 Abs. 1 lit. a FINMAG) und Verwaltungsverordnungen (Rundschreiben gemäss Art. 7 Abs. 1 lit. b FINMAG) unterscheiden wollte.

Verwaltungsverordnungen sind Dienstanweisungen generell abstrakter Natur, die Regeln für das verwaltungsinterne Verhalten der Angestellten beinhalten und diesen gegenüber verbindlich sind. Als verwaltungsinternes Recht entfalten sie grundsätzlich keine Aussenwirkung, da sie Private nicht zu einem be-

stimmten Tun, Dulden oder Unterlassen verpflichtet. Nach herrschender Lehre und Praxis stellen sie keine Rechtsquelle für das Verwaltungsrecht dar.

Der Entwurf des FINMA Rundschreibens 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ hingegen statuiert in den Kapiteln III-V klar Pflichten für sämtliche Marktteilnehmer, in Kapitel VI und VII für praktisch alle von der FINMA Beaufsichtigten – die Börse mit eingeschlossen – wobei Kapitel VI zusätzlich auch für direkt unterstellte Finanzintermediäre gelten soll. Es handelt sich materiell somit um eine Rechtsverordnung. Als Rechtsverordnung wäre das Rundschreiben gemäss Art. 2 i.V.m. Art. 8 Publikationsgesetz in der Gesetzessammlung des Bundes zu veröffentlichen.

1.2. Grundrechtsbezug des Entwurfs des Rundschreibens

Der Entwurf des FINMA Rundschreibens 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ greift mit den dort aufgestellten Pflichten z.H. der FINMA Beaufsichtigten mittelbar in Grundrechte von juristischen und/oder natürlichen Personen ein, welche in der Bundesverfassung resp. in internationalen Konventionen verankert sind.

So wird beispielsweise mit der Pflicht, externe und interne Telefongespräche von zahlreichen Mitarbeitenden aufzuzeichnen, das verfassungsmässige Recht auf den **Schutz der Privatsphäre (Art. 13 Bundesverfassung [BV])** dieser Mitarbeitenden in schwerer Weise verletzt.

Die grosse Bedeutung, die der Gesetzgeber dem Schutz dieses Grundrechts beimisst, zeigt sich auch in der Tatsache, dass er zum Schutz von nichtöffentlichen Gesprächen die **Art. 179^{bis} bis 179^{quater} Strafgesetzbuch (StGB)** erlassen hat.

Zudem kommen die Beaufsichtigten, welche der Verordnung der FINMA Folge leisten mit den eingangs erwähnten Strafbestimmungen des Strafgesetzbuchs in Konflikt, sobald Gespräche aufgezeichnet werden, bei denen nicht alle Teilnehmenden zugestimmt haben oder bei denen die Aufzeichnung nicht von Art. 179^{quinquies} StGB von der Strafbarkeit ausgenommen sind. Die dort vom StGB vorgesehenen Ausnahmen dürften für eine Mehrzahl der Beaufsichtigten deshalb nicht greifen. Eine Verordnung der FINMA kann die Geltung des vom Gesetzgeber erlassenen Strafgesetzbuches nicht abändern.

Für SIX Exchange Regulation, welche im Rahmen ihrer Aufsichts-, Bewilligungs- und Durchsetzungstätigkeit täglich zahlreiche Telefongespräche mit Emittenten, deren Rechtsanwälten und Prüfern, welche beide zudem durch ein besonderes Berufsgeheimnis geschützt sind, mit Bankangestellten, welche heute ebenfalls noch einer besonderen Geheimhaltungspflicht unterstehen, sowie mit Journalisten, mit Staatsanwälten, darunter neu auch mit Vertretern der Bundesanwaltschaft, mit Vertretern des EFD, mit ausländischen Regulatoren und mit Mitarbeitenden der FINMA führt, steht fest, dass die Strafbefreiungsnorm Art. 179^{quinquies} StGB nicht anwendbar ist.

Ob weitere Grundrechte durch die Pflichten aus dem Entwurf des FINMA Rundschreibens 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ betroffen sind, kann offen bleiben, ausgeschlossen werden kann dies jedenfalls nicht.

1.3. Fehlende gesetzliche Grundlage für die Grundrechtseingriffe

Für schwere Eingriffe in ein Grundrecht ist eine formelle gesetzliche Grundlage gefordert. Weder das BEHG noch das FINMAG erteilen der FINMA die Kompetenz, schwere Eingriffe in die Grundrechte zu verordnen. Zwischen der FINMA und den prudentiell Beaufsichtigten besteht auch kein Rechtsverhältnis, vergleichbar, wie zwischen Anstaltszöglingen, Gefängnisinsassen oder öffentlich-rechtlich Angestellten und der öffentlichen Hand, so dass die Annahme eines Sonderstatusverhältnisses zulässig wäre. Die schwere Beschränkung von Grundrechten, nur gestützt auf eine Verordnung, ist somit nicht zulässig. Damit fehlt ein zentrales Erfordernis von Art. 36 BV.

1.4. Fehlende Verhältnismässigkeit der Grundrechtseingriffe

Nicht nur fehlt es an einer ausreichenden gesetzlichen Grundlage für die vom Entwurf des FINMA Rundschreibens 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ vorgeschlagenen Grundrechtseingriffe, sondern die verlangten Organisationspflichten erweisen sich auch nicht als konform mit dem von Art. 36 BV verlangten Verhältnismässigkeitserfordernis.

Die FINMA dehnt die aufsichtsrechtlichen Organisationspflichten von den Effektenhändlern neu auf alle „prudentiell Beaufsichtigten“ aus. Dabei fordert die FINMA diese auf, im Rahmen einer jährlich sowie zusätzlich im Bedarfsfall vorzunehmenden Risikoeinschätzung ihre organisatorischen Massnahmen hinsichtlich der durch den aufsichtsrechtlichen Rahmen vorgegebenen Organisationspflichten vorzunehmen. Im Erläuterungsbericht zum Entwurf des FINMA Rundschreibens 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ wird zu den Aufzeichnungspflichten in Ziffer 4.8.6 ausgeführt, dass der Adressatenkreis von den im Effektenhandel tätigen Personen auf all jene Mitarbeitenden ausgedehnt wird, welche gemäss Risikoeinschätzung in besonderem Mass dem Erhalt von für die Marktaufsicht relevanten Informationen ausgesetzt sind. Somit hilft auch nicht, dass die FINMA im Rahmen ihres Rundschreibens die Beaufsichtigten dazu anhält, die Verhältnismässigkeit der Organisationspflichten selbst festzulegen. Es besteht in der Wahrnehmung der Beaufsichtigten die Gefahr, dass durch das Zusammenspiel von Prüfern, FINMA und der stets im Hintergrund drohenden Gewährsfrage, eine kaum absehbare, nach oben weisende Pflichtspirale in Gang gesetzt wird. Damit gelingt es dem Entwurf des FINMA Rundschreibens 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ nicht, für die prudentiell Beaufsichtigten klar zu erfüllende Anforderungen festzulegen.

Im Falle der Börse wäre der gesamte Aufsichtsbereich, d.h. SIX Exchange Regulation sowie weite Teile der Börse von den aufsichtsrechtlichen Pflichten erfasst, obschon die Börse selbst keine Geschäfte mit Effekten vornimmt, sondern für den Effektenhandel eine effiziente und sichere Plattform zur Verfügung stellt. Bereits heute hat die Börse umfangreiche interne Vorschriften, welche bei SIX Exchange Regulation auf ein praktisch vollständiges und jederzeitiges Verbot des Eigenhandels hinauslaufen (die entsprechenden Vorschriften wurden der FINMA zur Kenntnis gebracht). Zudem ist SIX Exchange Regulation physisch vom Rest der Börse durch Badge gesicherte Zugänge abgetrennt. Die Aufgabe von SIX Exchange Regulation, des Regulatory Boards, der Sanktionskommission, der unabhängigen Beschwerdeinstanz und des Schiedsgerichts ist letztlich für Anleger Transparenz und Gleichbehandlung sicherzustellen und für die Funktionsfähigkeit des Effektenmarktes zu sorgen. Alle Mitglieder dieser Gremien können je nachdem Fallweise in die Kenntnis von Insiderinformationen gelangen. Die Mitglieder der Gremien, darunter Richter, Rechtsanwälte, Professoren und Vertreter von Emittenten haben bisher stets grosses Verantwortungsbewusstsein im Umgang mit Insiderinformationen gezeigt. Bisher hat sich noch nie ein Fall von Insiderhandel manifestiert. Mit den Organisationspflichten im Entwurf des FINMA Rundschreibens 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ schießt man über das Ziel hinaus. Sinnvoller, wäre eine klare Eingrenzung auf von der FINMA als besonders sensitiv erachtete Bereiche, wo unmittelbar eine sehr grosse Gefährdung für die Integrität des Marktes besteht. Damit kann auch das unerwünschte Entstehen einer

Pflichtspirale verhindert werden. Auf jeden Fall sollte davon abgesehen werden, den aufsichtsrechtlichen Präventionsgedanken auf Kosten zahlreicher anderer schützenswerter Rechtsgüter unterschiedslos auszudehnen.

Mit dem gleichen Präventionsgedanken wie im Entwurf des FINMA Rundschreibens 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ enthalten, müssten auch die FINMA selbst und z.B. die Bundesanwaltschaft alle Telefongespräche von Mitarbeitenden aufzeichnen, die nach ihrer Risikoeinschätzung im besonderen Mass dem Erhalt von für die Marktaufsicht relevanten Informationen ausgesetzt sind. Nach unserer Auffassung wäre auch ein solcher Schritt unverhältnismässig.

1.5. Schlussfolgerung

Unseres Erachtens fehlt die gesetzliche Grundlage für die Verordnung der im Entwurf des FINMA Rundschreibens 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ vorgesehenen Grundrechtseingriffe. Zudem ist die Ausdehnung der aufsichtsrechtlichen Pflichten auf alle prudentiell Beaufsichtigten unverhältnismässig und der vorgesehene jährliche Risikoprozess läuft Gefahr den Anwendungskreis ohne Notwendigkeit auszudehnen, ohne dass die Beaufsichtigten die Gewissheit haben, ihre Pflichten nach bestem Wissen und Gewissen erfüllt zu haben. Damit widerspricht nicht nur der Anwendungskreis sondern auch Inhalt des Entwurfs des Rundschreibens dem Verhältnismässigkeitsgebot. Schliesslich hält die FINMA die prudentiell Beaufsichtigten mit ihrem Rundschreiben dazu an, ein grosses Risiko hinsichtlich der Verletzung von Strafrecht einzugehen.

Zu den einzelnen Kapiteln des Entwurfs des FINMA Rundschreibens 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ haben wir folgende Anmerkungen:

2. Zu Kapitel V. Marktmanipulation (Art. 33f BEHG)

Kapitel V. des Entwurfs des FINMA Rundschreibens 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ (Entw. RS) enthält Ausführungsbestimmungen zu Art. 33f BEHG („Marktmanipulation“). In RZ 17 – 27 werden beispielhaft und nicht abschliessend Verhaltensweisen aufgeführt, welche einen Verstoss gegen Art. 33f BEHG begründen.

Wir regen aufgrund unserer bisherigen Erfahrungen bezüglich Marktverhaltens-Tatbestände hinsichtlich der Randziffern 16 – 31 Entw. RS folgende Ergänzungen bzw. Änderungen an:

In Randziffer 19 Entw. RS wird festgehalten, dass „Käufe und Verkäufe in Effekten, um den Anschein von Marktaktivität zu erwecken (Painting the Tape)“, gegen Art. 33f BEHG verstösst. Wir regen an, Randziffer 19 dahingehend zu ergänzen, dass insbesondere auch Kauf- und Verkauf-Abschlüsse innert kurzer Zeit zwischen den gleichen Parteien zum gleichen Preis unter diese Randziffer fallen können („Volumenbolzerei“). Dieses Handelsmuster trat in der Vergangenheit vermehrt auf, weshalb wir es begrüssen würden, wenn im Rundschreiben klar geregelt würde, dass eine solche Verhaltensweise unter gewissen Umständen verboten sein kann. Zudem ist die Verwendung des Ausdrucks „Painting the Tape“ u.E. im Zusammenhang mit dem beschriebenen Sachverhalt bzw. ohne weitergehende Ergänzung bspw. in Bezug auf die involvierten Parteien nicht optimal.

Randziffer 20 Entw. RS hält fest, dass der „Kauf und Verkauf von denselben Effekten auf Rechnung ein und desselben wirtschaftlich Berechtigten“ gegen Art. 33f BEHG verstösst. Wir fragen uns in diesem Zusammenhang, weshalb das Wort „zeitnah“, welches im FINMA-RS 2008/38 die Wash Trades definiert, gestrichen wurde. Unseres Erachtens sollte zudem im Entw. RS an dieser Stelle nochmals ausdrücklich festgehalten werden, dass gegenläufige Käufe und Verkäufe in denselben Effekten auf dem Eigenhandelskonto eines Effekthändlers (Nostro-Nostro Inhouse Crosses) zulässig sind, wenn die gegenläufigen Geschäfte unabhängig voneinander und ohne Absprache im Börsensystem zusammengeführt werden (vgl. Botschaft vom 31. August 2011 zur Änderung des Börsengesetzes, BBl 2011 6903: „Verhaltensweisen, die einem echten Angebots- und Nachfrageverhalten entsprechen, sollen vom Verbot nicht erfasst werden. Der Bundesrat wird daher entsprechende zulässige Verhaltensweisen umschreiben. Zu denken ist dabei insbesondere an folgende Effektengeschäfte oder Verhaltensweisen: [...] Nostro-Nostro Inhouse Crosses, wenn die gegenläufigen Geschäfte unabhängig voneinander und ohne Absprache im Börsensystem zusammengeführt werden“). Die Frage der Zulässigkeit von Nostro-Nostro Inhouse Crosses hat in der Vergangenheit immer wieder zu diversen Fragestellungen geführt, weshalb wir diesbezüglich eine klare Regelung auf Stufe Rundschreiben begrüßen würden.

In Randziffer 22 Entw. RS wird als Squeeze und Corner die „Verengung des Marktes durch den Aufbau von grossen Positionen (Cornering) oder durch Deponieren von Effekten bei Dritten (Parking) mit der Absicht, Effektenpreise zu verzerren (Herbeiführen eines Squeeze)“ definiert. Squeeze und Corner kommen gemäss unserer Erfahrung jedoch eher in Derivaten vor, indem ein Market Maker keine Geld- und/oder keine Briefkurse mehr stellt, nachdem er weiss, dass eine bestimmte Gegenpartei „short“ bzw. „long“ ist, und sich nur bei ihm wieder eindecken bzw. an ihn verkaufen kann. Wir regen an, Randziffer 22 in diesem Sinne zu ergänzen.

Käufe und Verkäufe mit dem Ziel, die Preise zu bewegen, können auch in Kombination zwischen Basiswert und Derivat vorkommen: Im Basiswert werden die Preise bewegt, um im Derivat ein Gewinn zu erzielen. Wir regen an, diesen Sachverhalt in Randziffer 24 Entw. RS zu präzisieren bzw. zu ergänzen.

Randziffer 29 Entw. RS hält als „namentlich zulässige Effektengeschäfte und Verhaltensweisen“ fest, dass Market Making mit dem Ziel, gleichzeitig kauf- und verkaufsseitig Liquidität in einer Effekte bereitzustellen und die Geld- und Briefspanne zu verringern“, zulässig sei. Unseres Erachtens sollte hier der Satzteil „und die Geld- und Briefspanne zu verringern“ gestrichen werden. Dies ist nicht in jedem Fall Ziel des Market Makings. Die Formulierung im aktuell geltenden FINMA-RS 08/38 (RZ 32) ist unserer Ansicht nach passender: „Effektengeschäfte im Rahmen von Preisstellungen für die Nachfrage- und Angebotsseite („Market Making“).“

3. Zu Kapitel VII: Neue Organisationspflichten

Gemäss Ziff. 46 ff. Entwurf FINMA Rundschreiben 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ (Entw. RS) müssen die von der FINMA Beaufsichtigten eine Watch List führen, welche die vorhandenen Insiderinformationen, die Informationsträger sowie den Zeitrahmen der Vertraulichkeit aufführt.

Weiter müssen die Beaufsichtigten ihre Mitarbeiter überwachen: Mitarbeiter, die gemäss Risikoeinschätzung in besonderem Mass über relevante Informationen verfügen, sind strenger zu überwachen. So sollen bspw. deren interne und externe Telefongespräche aufgezeichnet werden. SMS, E-Mails etc. sind während zweier Jahre aufzubewahren (Ziff. 50 f. Entw. RS). Gegebenenfalls müssen die Beaufsichtigten Einsicht in Konto- und Depotverbindungen nehmen können (Ziff. 45 Entw. RS).

Wir haben den Eindruck, dass diese Vorschriften vor allem auf die Effekthändler zugeschnitten sind. Für SIX Exchange Regulation, welche die Emittenten, Teilnehmer und Händler aufgrund des Börsengesetzes überwachen muss, bringen diese Vorschriften erhebliche Probleme mit sich.

So erfährt SIX Exchange Regulation beispielsweise aufgrund der Überwachung der Emittenten im Bereich der Ad hoc-Publizität häufig von potentiell kursrelevanten Tatsachen, die als „Insiderinformationen“ qualifiziert werden könnten. Die Dauer der Vertraulichkeit variiert stark und kann wenige Minuten bis einige Wochen dauern. Meistens endet die Vertraulichkeit mit der Veröffentlichung einer Ad hoc-Mitteilung durch die Gesellschaft und liegt deshalb ausserhalb der Verantwortung von SIX Exchange Regulation.

Das Führen einer Watch List würde die Kapazitäten des zuständigen Teams von SIX Exchange Regulation aufgrund der Vielzahl der Insiderinformationen sprengen. Statt ihre Überwachungstätigkeit wahrzunehmen und namentlich das Funktionieren eines transparenten Handels und die Gleichbehandlung der Marktteilnehmer zu gewährleisten, müssten Listen nachgeführt werden bzw. die entsprechenden Informationen einer anderen Stelle übermittelt werden.

Sollten alle Telefongespräche aufgenommen werden, müssten die Gesprächspartner vorab darüber informiert werden. Dies hätte zur Folge, dass die bereits in Ziff. 1.2 erwähnten Kreise möglicherweise in Zukunft zögern würden, SIX Exchange Regulation telefonisch zu kontaktieren, um Fragen zu stellen und Probleme zu besprechen. Dies würde sich kontraproduktiv auf die Durchsetzungstätigkeit von SIX Exchange Regulation auswirken. Analysten, Aktionäre und andere Marktteilnehmer könnten dadurch abgeschreckt werden, SIX Exchange Regulation Fragen betreffend die Regeleinhaltung zu stellen.

4. Weitere Punkte

Zu Rz. 6 ff.: Wir erachten es grundsätzlich als heikel, wenn die FINMA im Rahmen einer Verordnung den materiell dem Strafrecht zuzuordnenden Insiderbegriff des BEHG zu definieren sucht, denn es besteht u.E. das unerwünschte Risiko, dass am Ende z.B. durch die FINMA sowie die Strafverfolgungsbehörden des Bundes mehrere Insiderbegriffe mit unterschiedlichem Inhalt geschaffen werden.

Zu Rz. 13: Uns ist nicht klar, weshalb das Internet nicht zu den Medien gezählt wird.

Zu Rz. 14: Der Satz: „Ein Signal ist besonders irreführend, wenn es das Marktverhalten eines verständigen und mit dem Markt vertrauten Marktteilnehmers zu beeinflussen vermag.“ sollte unbedingt überdacht werden. Auch ein Signal, das nicht irreführend ist, vermag das Marktverhalten eines verständigen und mit dem Markt vertrauten Marktteilnehmer zu beeinflussen!

Zu Rz. 33: Wir sind der Ansicht, dass es nicht wünschbar ist, dort, wo kein mit einer Börse vergleichbarer Markt (Sekundärmarkt) vorhanden ist, die spezifisch für den Sekundärmarkt erlassenen Bestimmungen zum Umgang mit Insiderinformationen und Marktmanipulation in reinen Primärmarktsituationen aufsichtsrechtlich analog zur Anwendung zu bringen. U.E. soll in diesen Fällen, in denen der Funktionsschutzgedanke des Börsengesetzes keine entsprechende Bedeutung hat, vorzugsweise das Strafrecht z.B. mit dem Betrugstatbestand herangezogen 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.

Mit freundlichen Grüßen

SIX Swiss Exchange AG



Rodolfo Straub
Vorsitzender der Geschäftsleitung
SIX Exchange Regulation



Stefan Lüchinger
Mitglied der Geschäftsleitung
SIX Exchange Regulation

vorab per Email

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
Frau Dr. Annemarie Nussbaumer
Einsteinstrasse 2
3003 Bern

SIX Swiss Exchange AG
Selnastrasse 30
CH-8001 Zürich

Postanschrift:
Postfach 1758
CH-8021 Zürich

T +41 58 399 5454
F +41 58 499 5455
www.six-swiss-exchange.com

Zürich, 13. Mai 2013

Anhörung zur Totalrevision des FINMA RS 2008/38 Marktverhaltensregeln

Sehr geehrte Frau Dr. Nussbaumer

Gerne nehmen wir zu Ihrem Entwurf des überarbeiteten FINMA Rundschreibens 2008/38 Marktverhalten wie folgt Stellung:

Allgemeine Anmerkungen

Die Börse erachtet die Anpassungen des FINMA Rundschreibens 2008/38 als sehr weitreichend. Die Ausweitung von dessen Geltungsbereich auf Börsen ist nicht sachgerecht und trägt mit Blick auf die Organisationspflichten in Kapitel VII. der Funktion einer Börse in keiner Weise Rechnung. Die neuerliche Pflicht zur Erstellung eines jährlichen Risikoberichts bindet ohne Not zusätzliche Ressourcen und begründet einen erheblichen Mehraufwand für die Börse. Sie lässt indes ausser Acht, dass die Börse die sich aus dem Finanzmarktaufsichtsgesetz, Börsengesetz und den Regularien der Börse ergebenden Verpflichtungen bereits jährlich durch eine beauftragte Prüfgesellschaft überprüfen lässt.

RZ 37 Risikoanalyse und -bericht

Die überarbeiteten Organisationspflichten des Rundschreibens finden neu auch auf Börsen Anwendung, ohne dass den sich aus dem Finanzmarktaufsichtsgesetz, Börsengesetz und den Regularien der Börse ergebenden jährlichen Prüf- und Berichterstattungspflichten der Börse Rechnung getragen wird. Der Entwurf lässt unerwähnt, ob und wie weit die Börse von den in Kapitel VII. vorgeschriebenen Handlungen aufgrund der bestehenden prudentiellen Aufsicht ausgenommen wird. Wir halten dafür, die RZ 37 des Entwurfs ersatzlos zu streichen. Sie führt zu einem erheblichen Mehraufwand, erfordert zusätzliche Ressourcen und fördert unbegründete Doppelspurigkeiten. Eventualiter ist in Erwägung zu ziehen, dass den Beaufsichtigten nach einer einmaligen Risikoanalyse und Berichterstattung erst bei Veränderungen der Geschäftstätigkeit, der Grösse oder der Struktur eine Pflicht zur Aktualisierung des Risikoberichts auferlegt wird.

RZ 47 Watch List und Restricted List

Es liegt in der Natur der Tätigkeit einer Börse, täglich Information zu Emittenten und Marktereignissen zu bearbeiten und auf ihre Kursrelevanz hin zu prüfen. Entsprechend werden Gruppen von Informationsträgern i.S. der RZ 48 ("Restricted List") aufgrund ihrer Funktion und ihres Zugangs zu solchen Informationen ausgedehnt und mit sehr weitreichenden Verboten belegt. Das Führen einer Watch List würde entsprechend weite Teile aller täglich vorkommenden Ereignisse und Abläufe umfassen und zu Doppelspurigkeiten mit bestehenden Prozessen und Dokumentationen führen. Wir beantragen deshalb, die Börse von den Bestimmungen zur Watch List und Restricted List auszunehmen.

RZ 50 Aufzeichnungspflichten

Der Entwurf will den Adressatenkreis der Aufzeichnungspflichten von in Handelsräumen tätigen Personen auf sämtliche Mitarbeiter von Beaufichtigten ausdehnen, "die gemäss Risikoeinschätzung in besonderem Mass dem Erhalt von für die Marktaufsicht relevanten Informationen ausgesetzt sind". Unter Umständen sind Mitarbeiter der Börse von dieser Regelung betroffen. Der Entwurf verkennt indes, dass die Mobiltelefonie ein integraler Bestandteil der Sicherstellung des Börsenbetriebs ist. Aus diesem Grund hat die Börse Mitarbeitern, welche potentiell kursrelevanten Informationen ausgesetzt sind, weitreichende Transaktionsverbote, -beschränkungen und Meldepflichten auferlegt und die FINMA hierüber in Kenntnis gesetzt. Zudem zeichnet die Börse die Festnetz-Telefonate der Marktsteuerung auf und hat diesen Umstand in ihrer Weisung 4 publiziert. Wir beantragen deshalb, die Börse von den Bestimmungen zu den Aufzeichnungspflichten auszunehmen.

RZ 15, 52 und 53 Hochfrequenzhandel / Algorithmischer Handel

Der Entwurf will in den RZ 15 und 52 festhalten, dass auch technisch ausgelöstes Handelsgeschehen nicht vor der Verantwortlichkeit von Art. 33f BEHG schützt. Er unterlässt indes eine Präzisierung der Begriffe "algorithmischer Handelsprogramme" oder "Hochfrequenzhandels".

Der Verbreitung irreführender Signale ist unbestritten durch geeignete Mechanismen zu begegnen. Dies gilt für alle Marktteilnehmer gleichermaßen, unabhängig davon, ob die ausgesandten Signale manuell oder mit Hilfe von Maschinen zustande kommen. Es ist nicht nachvollziehbar, warum der nicht näher definierte Hochfrequenzhandel mit Bezug auf Marktmanipulationen gesondert hervorzuheben ist. Wir beantragen daher, die RZ 15 und 52 ersatzlos zu streichen.

Mit RZ 53 soll einer nicht näher definierten und in der Praxis nicht abgrenzbaren Gruppe von Effektenhändlern unter dem Titel "Hochfrequenzhandel / Algorithmischer Handel" Dokumentationspflichten in der Schweiz auferlegt werden. Dies ist abzulehnen, zumal mit einer Dokumentationspflicht in der Schweiz der im Erläuterungsbericht genannten europäischen Regulierung voraus geeilt wird. Letztere steht bekanntlich erst in Entwürfen zur Diskussion (MiFID II, Deutsches Hochfrequenzhandelsgesetz). Mit dem vorliegenden Entwurf ist absehbar, dass der algorithmische Handel umgehend auf weniger stringent regulierte Handelsplätze ausweichen und in der Folge die Liquidität im Schweizer Handel abnehmen wird. Wir beantragen daher, die RZ 53 ersatzlos zu streichen.

RZ 57 Frist zur Umsetzung

Der Entwurf sieht eine Frist zur Umsetzung innert 6 Monaten ab Inkrafttreten vor. Wir erachten diese als zu kurz, zumal die Börse bislang nicht in den Anwendungsbereich des geltenden FINMA RS 2008/38 gefallen ist. Mit der Umsetzung von allfälligen über die bestehenden weitreichenden Massnahmen hinausführenden Organisationspflichten könnte erst nach einer ersten Risikoanalyse, Massnahmendefinition und Kenntnisgabe an die geschäftsleitende Organe und Prüfgesellschaft begonnen werden. Wir schlagen deshalb eine Ausdehnung der Übergangsfrist auf 12 Monate vor.

Freundliche Grüsse

SIX Swiss Exchange AG



Dr. Christian A. Katz
CEO



Christoph Landis
Head Operations

Envoi par courrier électronique uniquement

A l'adresse suivante: annemarie.nussbaumer@finma.ch

Autorité fédérale de surveillance des
marchés financiers FINMA
Mme Annemarie Nussbaumer
Einsteinstrasse 2
3003 Berne

Bâle, le 15 mai 2013

**Prise de position sur la révision totale de la circulaire 2008/38 sur les règles de
conduite sur le marché**

Chère Madame Nussbaumer,

Mesdames, Messieurs,

Nous vous remercions de nous permettre de prendre position sur le projet de circulaire de la
FINMA sur les règles de conduite sur le marché.

En tant qu'association faîtière représentant les principaux acteurs de la gestion de placements
collectifs de capitaux en Suisse (principalement les sociétés de direction et les gestionnaires de
placements collectifs suisses et étrangers), la Swiss Funds Association SFA est heureuse de
vous faire part ci-dessous de ses quelques remarques sur le projet de circulaire révisant la
circulaire 2008/38.

Pour l'essentiel, nous nous référons aux commentaires émis dans les prises de position de
l'Association Suisse des Banquiers et de l'Association Suisse d'Assurances.

En outre, nous souhaitons formuler une remarque générale ainsi que quelques remarques
spécifiques par chiffre marginal.

Remarque générale

Dans l'objectif de recentrer la circulaire sur la surveillance générale du marché, nous
constatons que les interdictions de front et parallel running ne sont plus mentionnées dans votre
projet de circulaire. Nous comprenons que ces comportements restent prohibés en application
du devoir de fidélité, mais que l'exploitation de la connaissance d'ordres de clients n'est pas
constitutif d'abus de marché au sens de l'article 33e LBVM.

Remarques spécifiques par chiffre marginal

II. Champ d'application (ad 3 – 5)

Tout d'abord, le chiffre 3 devrait, selon nous, préciser que les chapitres III à V de la circulaire s'appliquent à toutes les personnes morales ou physiques qui interviennent comme acteurs sur le marché suisse des valeurs mobilières.

Ensuite, nous sommes d'avis que le chiffre 4 qui étend le champ d'application de la circulaire à certains assujettis dans le domaine de la gestion collective de capitaux devrait préciser que les chapitres VI et VII de la circulaire s'appliquent uniquement aux assujettis qui interviennent effectivement comme acteurs sur le marché en prenant des décisions d'investissement pour le compte des placements collectifs de capitaux qu'ils gèrent. Par exemple la SICAV qui a délégué les décisions d'investissement à un gestionnaire de placements collectifs autorisé par la FINMA ne devrait pas tomber dans le champ d'application de la circulaire.

Enfin, nous sommes bien conscients de l'extension du champ d'application de la circulaire, et ce, suite à la révision de la loi sur les bourses. Nous souhaiterions toutefois insister sur le fait que les devoirs d'organisation ne devraient pas être appliqués de manière uniforme mais bien en fonction des degrés de risques impliqués. Nous prôtons ici, comme le fait l'Association suisse des Banquiers, une application concrète du principe de proportionnalité, principe qui régit la révision de la loi sur les bourses et son ordonnance.

III. Information d'initiés (ad 6 – 8)

Selon la SFA, les simples prévisions ne devraient pas être assimilées une information au sens de l'article 2 let. f LBVM. Elles devraient se baser sur des faits/circonstances suffisamment précises pour qu'on puisse en tirer une conclusion quant à l'effet possible de ces faits/circonstances sur les cours des valeurs mobilières.

Concernant la définition d'informations susceptibles d'influencer sur le cours de valeurs mobilières (ad 8), il nous semble que les exemples d'informations qui figuraient dans la circulaire 2008/38 chiffre 11 sont utiles pour concrétiser cette notion et devraient être maintenus au chiffre 8 de la nouvelle circulaire.

IV. Exploitation d'informations d'initiés (ad 9 – 12)

Nous prenons note que la pratique du scalping est considérée comme une exploitation d'informations d'initiés dans la circulaire, alors que dans la proposition de la Commission européenne du 20 octobre 2011 concernant un Règlement du Parlement européen et du Conseil sur les opérations d'initiés et les manipulations de marché (P-MAR), elle est considérée comme une manipulation de marché.

V. Manipulation du marché (ad 13 -31)

Pour la SFA, la liste des opérations et comportements admis devrait être complétée pour inclure certaines opérations /comportements non spécifiquement mentionnés au niveau de l'Ordonnance sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières, tel que l'admissibilité de l'internalisation d'ordres de clients, pour autant que le principe de « best execution » soit respecté, ou la pratique des « matched orders » lorsqu'ils sont économiquement fondés et autorisés et se font au cours du marché (cf. Circulaire FINMA 2008/38 ad 35).

VII. Devoirs d'organisation (ad 36 – 54)**C. Barrières à l'information / périmètres de confidentialité**

La formulation de la première partie du chiffre marginal 41 nous semble trop restrictive, à savoir que « les assujettis garantissent que ni les personnes physiques qui prennent les décisions relatives au négoce des valeurs mobilières ou aux instruments financiers sur lesquels portent les informations d'initiés disponibles chez l'assujetti, ni aucune autre personne physique qui pourrait exercer une influence sur la décision de négoce sur ces valeurs mobilières, n'aient accès à ces informations d'initiés. » Les personnes qui prennent des décisions d'investissement peuvent être amenées dans certaines circonstances à « franchir le mur » et à recevoir des informations d'initiés, pour autant que ces personnes soient interdites de traiter à titre personnel et pour le compte de clients sur les titres concernés tant que l'information d'initié n'est pas devenue publique et que des mesures organisationnelles appropriées soient en place au sein de l'assujetti pour garantir le périmètre de confidentialité.

D. Surveillance des transactions pour compte propre des collaborateurs

Nous sommes d'avis que le cercle des personnes assujetties à surveillance des transactions pour compte propre est trop large. Le chiffre 44 devrait prévoir une exclusion pour les administrateurs indépendants. Ces derniers, de même que les autres prestataires de service d'un assujetti, ne doivent pas rentrer dans le périmètre de surveillance directe de l'assujetti.

Nous vous remercions sincèrement de l'attention que vous porterez à notre prise de position et nous nous tenons à votre entière disposition pour tout renseignement complémentaire.

SWISS FUNDS ASSOCIATION SFA

Martin Thommen
Président



Dr. Matthäus Den Otter
Directeur

De : pascal.portmann@ch.pwc.com
A : Nussbaumer Annemarie
Cc : rolf.walker@ch.ey.com
Objet : Anhörung Rundschreiben 2013/xx "Marktverhaltensregeln"
Date : vendredi 17 mai 2013 19:33:02

Sehr geehrte Frau Nussbaumer

Zu Beginn möchte ich mich für die verspätete Einreichung entschuldigen. Im Namen der Fachkommission Bankenprüfung der Treuhand-Kammer haben wir folgende Bemerkungen anzubringen:

Zu Rz 37:

Die Risikoeinschätzung ist mindestens jährlich zu erstellen und von den geschäftsführenden Organen zur Kenntnis zu nehmen und der Prüfgesellschaft zu unterbreiten. „Zu unterbreiten“ kann dahingehend verstanden werden, dass eine Genehmigungs- und/oder Handlungspflicht seitens der Prüfgesellschaft bestehen könnte. Gemäss dem Erläuterungsbericht ist dies nicht der Fall. Die Zustellung an die Prüfgesellschaft erfolgt mit dem Ziel, der Prüfgesellschaft einen standardisierten Ausgangspunkt für ihre Prüftätigkeit zu geben (Erläuterungsbericht, Seite 14 oben). Aus der heutigen Formulierung ergibt sich zudem nicht, wer die Risikoeinschätzung und die daraus abgeleiteten Massnahmen genehmigen muss. Unseres Erachtens sollte der letzte Satz wie folgt lauten:

„Die Risikoeinschätzung und die Massnahmen sind von den geschäftsführenden Organen des Beaufsichtigten zu genehmigen und der Prüfgesellschaft zur Kenntnis zu bringen.

Wie aus dem Erläuterungsbericht hervorgeht dient die Risikoeinschätzung der Prüfgesellschaft als standardisierter Ausgangspunkt für ihre Prüftätigkeit. Gemäss Rundschreiben 2013/3 muss die Prüfgesellschaft die Standardprüfstrategie bis Ende April der FINMA einreichen. Es wäre daher wünschenswert, wenn die Risikoeinschätzung gemäss dem Rundschreiben Marktverhalten durch den Beaufsichtigten so zeitig vorgenommen wird, dass sie vor Abgabe der Standardprüfstrategie bei der Prüfgesellschaft eintrifft. Damit verhindert man, dass die Standardprüfstrategie zu einem späteren Zeitpunkt allenfalls anzupassen ist. Wir regen daher an, die Durchführung der jährlichen Risikoeinschätzung bis zum 30. März vorzuschreiben.

Zu Rz 54:

Die Bestimmungen über die Prüfungen sollten auf das FINMA-RS 13/3 „Prüfwesen“ abgestimmt werden. Wir schlagen folgende Formulierung vor:

„Die Organisationspflichten für Beaufsichtigte sind Gegenstand der Prüfung nach Massgabe des FINMA-RS 13/3 „Prüfwesen“ ~~durch die gemäss den Finanzmarktgesetzen beauftragten Prüfgesellschaften.~~

Freundliche Grüsse

Pascal Portmann

PwC | Assurance Financial Services
Office: +41 44 792 2420 | Main: +41 792 4400 | Fax: +41 44 792 4410
Email: pascal.portmann@ch.pwc.com
PricewaterhouseCoopers AG
Birchstrasse 160, CH 8050 Zurich

The information transmitted is intended only for the person or entity to which it is addressed and may contain confidential and/or privileged material. Any review, retransmission, dissemination or other use of, or taking of any action in reliance upon, this information by persons or entities other than the intended recipient is prohibited. If you received this in error, please contact the sender and delete the material from any computer.

foreign banks . in switzerland .

Eidg. Finanzmarktaufsicht FINMA
zHv Annemarie Nussbaumer
Einsteinstrasse 2
3003 Bern
annemarie.nussbaumer@finma.ch

PER EMAIL

Zürich, 10. Mai 2013

Revision FINMA-RS 2008/38: Marktverhaltensregeln

Sehr geehrte Damen und Herren

Mit Schreiben vom 27. März 2013 laden Sie uns ein, zum Revisionsentwurf des obgenannten Rundschreibens Stellung zu nehmen.

Die Revision ist bezüglich Geltungsbereiche, Tatbestand und Organisation weitgehend und erfordert anspruchsvolle Anpassungen nicht nur im Verhalten, sondern auch in Prozessen, Organisation und Weisungswesen der Banken. Dem ist nichts entgegenzuhalten, sofern die Praxisänderungen auf Grund des revidierten Börsengesetzes oder wegen Verhaltensbeanstandungen eingeführt werden müssten. Ob dies in vorliegendem Fall immer zutrifft, lässt sich nicht nachvollziehen. Der Erläuterungsbericht ist zurückhaltend bei der Begründung des Revisionsbedarfs. Dies bedauern wir, genauso wie den Umstand, dass die Terminologie oft unpräzise definiert ist. Umsetzung und Anwendung werden dadurch vor erhebliche Probleme gestellt.

Wir schliessen uns der Meinung der Schweiz. Bankiervereinigung an, welche Regeln befürwortet, die auf der bestehenden Praxis der FINMA aufbauen. Denn diese gewährleisten Kontinuität und vereinfachen Umsetzung und Eingliederung in das bestehende Kontrollumfeld der Banken. Dies ist vor allem für kleine und mittelgrosse Banken wichtig.

Geltungsbereich

Wir begrüssen die Ausdehnung des Geltungsbereichs auf alle Marktteilnehmer (RZ 3). Wir können in diesem speziellen Fall auch die Unklarheit des Begriffs verstehen, da regulatorische Arbitrage vermieden werden will. Allerdings hätten wir es begrüsst, wenn auch die gesetzliche Grundlage für die vorgeschlagene flächendeckende Anwendung aufgeführt worden wäre.

Wir verstehen auch die Ausdehnung der Vorgaben auf den Effektenhandel am Primärmarkt, und auf den Handel mit ausländischen Effekten. Hier fehlt jedoch einmal mehr die gesetzliche Grundlage, die FINMA muss den Gewährartikel bemühen, um diese Erweiterung rechtlich abzustützen. Das ist bedauerlich. Erstens fallen damit die den SRO angeschlossenen Finanzmarktteilnehmer aus der Regulierung – eine Folge der Weigerung der Aufsichtsbehörden, eine grosse und gerade für das Marktverhalten wichtige Gruppe Finanzintermediäre nicht in eine angemessene Aufsicht einbeziehen zu wollen. Zweitens wird der Gewährartikel arg strapaziert, wenn die FINMA ihre aufsichtsrechtliche Praxis auf andere Märkte als den Effektenmarkt ausdehnen will.

Die Revision des Rundschreibens ergibt sich auf Grund des revidierten Börsengesetzes. Diese sieht die Ausdehnung über den Effektmarkt nicht vor. Es scheint uns nicht angebracht und rechtlich zweifelhaft, wenn durch ein FINMA-Rundschreiben der Geltungsbereich des Gesetzes erweitert wird.

RZ 32-34 können wir notfalls noch als Präzisierung des revidierten Börsengesetzes verstehen. RZ 35 findet aber im Börsengesetz und der -verordnung keine ausreichende gesetzliche Basis. Rohstoffe sind keine Effekten, und der Einbezug des Rohstoffhandels bräuchte eine gesetzliche Grundlage. Eben so wenig kann die Beeinflussung von Rohwarenpreisen (RZ 25) sich aufs Börsengesetz berufen, auch wenn der Regulator hier auf die damit verbundenen Derivate abzielt.

Wir schlagen vor, auf RZ 25 und 35 zu verzichten, bis eine gesetzliche Basis geschaffen wird.

Tatbestände

Wie schon erwähnt, finden sich in den RZ 6-31 verschiedene unklare Begriffe. Wir unterstützen die Stellungnahme der Schweiz. Bankiervereinigung dazu. Wir stimmen auch mit deren Position überein, dass die Revision an der bestehenden Praxis ausgerichtet werden sollte.

Organisationspflichten

Für die Auslandsbanken von grösster Bedeutung sind die ins Auge gefassten Organisationspflichten. Diese Vorgaben sind – zu Recht – ausgerichtet auf grosse Institute bzw. auf Institute mit einer regen Handelstätigkeit sowohl auf eigene Rechnung wie auch auf Auftrag und Rechnung von Kunden. Doch wir betonen, dass die aufsichtsrechtliche Praxis auch Situation und Risiken bei kleinen Instituten bzw. Instituten mit nur eingeschränktem Insider-Risiko in Betracht ziehen muss. In den letzten Jahren haben sich auf der Basis der FINMA-Praxis bewährte Organisationsformen herausgebildet. Änderungen sollten also nur ins Auge gefasst werden in Bereichen, in denen die FINMA aus ihrer Aufsichtstätigkeit systematische (und nicht einzelne) Schwachpunkte wahrgenommen hat.

RZ 36 und RZ 43 führen zwei Vorgaben ein, die auf dem **Proportionalitätsprinzip** beruhen. Dies begrüssen wir. Wir bedauern aber, dass einige Punkte aus dem geltenden Rundschreiben nicht übernommen wurden, obwohl sie gerade dem Proportionalitätsprinzip gerecht werden. Das heutige Regime lässt Spielraum, eine angemessene Organisationsform der Vertraulichkeitsbereiche in kleinen Banken zu finden. U.W. haben diese Erleichterungen nie systematisch zu Problemen geführt. Wir schlagen deshalb vor, dass in der RZ 42 die Möglichkeit wieder explizit eingeführt wird.

Auch schlagen wir vor, den **Bericht zur Risikoeinschätzung** und zu den zugehörigen Massnahmen in die normale Jahresprüfung einzufügen (RZ 37). Der gesonderte Bericht stiftet keinen Zusatznutzen. Im Sinne von RZ 36 scheint es zweckmässiger, eine ausserordentliche Berichterstattung zu fordern, sobald auf Grund spezifischer Umstände die Risikoeinschätzung revidiert werden muss und/oder weitgehende Massnahmen ergriffen werden mussten.

Die Ausführungen zum Umgang mit **marktmisbräuchlichen Transaktionen** (RZ 38 und 39) begrüssen wir, insbesondere die Vorgabe, dass Abklärungspflichten bei Vorliegen offensichtlicher Anzeichen zu ergreifen sind und keine systematische Überwachung und Abklärung von Nöten ist.

Die Überwachung der **Mitarbeitergeschäfte** wurde schon im bisherigen Rundschreiben geregelt. Es sind keine Gründe bekannt, diese Vorgaben auf alle Mitarbeiter in allen relevanten (in- und ausländischen) Bank- und Depotverbindungen auszudehnen. Mit der Anwendung von RZ 43 und 44 stellen sich nämlich verschiedene Fragen, die einer Antwort harren:

- Die Bank ist u.E. nicht befugt, Einsicht auf Konto- und Depotverbindungen einer Person zu haben, und noch viel weniger auf Verbindungen, bei denen die Mitarbeiterin oder der Mitarbeiter wirtschaftlich berechtigt sind oder eine Vollmacht verfügen. Sie kann höchstens die betroffenen Personen verpflichten, Informationen beizubringen, Käufe/Verkäufe vorgängig bewilligen zu lassen, sich an Sperrfristen zu halten oder schriftlich eine Erklärung einzufordern, Informationen aus ihrer Tätigkeit nicht für persönliche Zwecke direkt oder indirekt zu verwenden. Es bestehen hierzu bereits Praktiken, die je nach Risikopotential angewandt werden.

- Die Qualifizierung des Mitglieds eines Verwaltungsrats als Mitarbeiterin oder Mitarbeiter des Schweizer Instituts ist falsch. Die Bank kann sie auch arbeitsrechtlich gar nicht verpflichten. Unabhängige Verwaltungsräte sind oft in mehreren Organen vertreten – die Bank kann gar nicht wissen, woher eine Person die Information erhält, welche sie zu einem Kauf/Verkauf bewegt. Zudem haben Verwaltungsräte kaum Zugriff auf potientiell Insiderwissen, da sie sich nicht ins Tagesgeschäft einmischen dürfen. Wenn der "potentielle Zugriff auf Insiderinformationen" das entscheidende Kriterium ist, müsste zudem die Bank Zugriff auf die Konti der Prüfer und jener FINMA Mitarbeiter haben, welche in der Bank Vor-Ort-Kontrollen durchführen oder im Enforcement tätig sind. Das Zugriffspotential auf Insiderinformationen dieser Personen ist weit höher als jenes eines Verwaltungsrats.
- RZ 45 delegiert die angemessene und geeignete Weise der Überwachung an die Bank. Wir interpretieren dies so, dass die Bank strengere Vorgaben für Primärinsider erlassen kann und hier auch ein engmaschigeres Monitoring- und Kontrollnetz errichtet, als bei Funktionen, welche auf Grund ihrer Funktion und Hierarchiestufe weniger nahe an Geschäften mit Insiderrelevanz sind. Für die externen Verwaltungsräte schlagen wir vor, dass eine Klausel im Vertrag als Mittel anerkannt wird – im Falle eines Verstosses hat ja die FINMA bzw. die ausländische Behörde die entsprechenden rechtlichen Mittel, um Fehlverhalten zu ahnden. Verwaltungsräte mit Arbeitsvertrag in der Muttergesellschaft unterstehen den ausländischen Marktverhaltensregeln.

Auch die Vorgaben zu den **Aufzeichnungspflichten** in RZ 50 und 51 sind nicht ausreichend präzise formuliert. Was aufsichtsrechtlich relevante Sachverhalte sind, bleibt offen, und auch der Begriff "in besonderem Masse dem Erhalt ... ausgesetzt" ist unklar. Die FINMA selbst scheint dies zu anerkennen. Sie präzisiert, dass auf jeden Fall alle Telefongespräche von im Effektenhandel tätigen Mitarbeitern aufgezeichnet werden müssen. Dies impliziert, dass alle anderen Mitarbeiter nicht im besonderen Masse dem Erhalt von Insiderinformationen ausgesetzt sind. Es wäre sehr hilfreich gewesen, wenn der Erläuterungsbericht hier die Erwartungen konkretisiert hätte. So bleiben die Vorgaben reichlich wolkig. Es ist zu befürchten, dass im Voraus niemand weiss, welche Massnahmen für welches Mitarbeitersegment konkret zu treffen sind, im Nachhinein – also in Kenntnis des Sachverhaltes – jedoch jedem klar sein wird, dass eine bestimmte Vorkehrung hätte getroffen werden müssen.

Nachvollziehbar als Anliegen, aber konfliktträchtig auf Grund potentielle Widersprüche zu anderen Rechtsgebieten ist die **Aufzeichnungspflicht für private Mobiltelefone**. Die FINMA verlangt von den Banken, dass sie die Privatgespräche der Mitarbeiterinnen und Mitarbeiter aufzeichnet, diese Aufzeichnungen zwei Jahre aufbewahrt und bei Bedarf an die FINMA ausgehändigt. Zu den daraus entstehenden Konflikten mit Datenschutz, Arbeitsrecht und Persönlichkeitsschutz nimmt die FINMA nicht Stellung. Sie schweigt auch zur Frage, wie sich die FINMA verhalten, wenn sie beim Abhören privater Gespräche auf nicht-aufsichtsrechtliche, aber für andere Behörden relevante Informationen stösst. Kann, darf oder muss sie diese Informationen weitergeben?

Wir verstehen, warum die FINMA eine möglichst allumfassende Überwachung und eine Aufzeichnungspflicht stipuliert. Erläuterungsbericht und Entwurf des Rundschreibens sind aber von einer gewissen Ratlosigkeit geprägt, wie die Vorgaben im Sinne des risikobasierten Ansatzes, des Proportionalitätsprinzips und der Persönlichkeitsrechte von Betroffenen ausgestaltet werden sollten.

Wir schlagen deshalb vor, dass die FINMA mit dem Sektor die Vorgaben überarbeitet. Ausgehend von der geltenden Regelung und der damit gemachten aufsichtsrechtlichen Erfahrung scheint es möglich, eine klarere und besser umsetzbare Lösung zu finden.

Wir danken Ihnen für die Kenntnisnahme unserer Anmerkungen.

Freundliche Grüsse

VERBAND DER AUSLANDSBANKEN IN DER SCHWEIZ



Dr. Martin Maurer
Geschäftsführer



Raoul Wuergler
stv Geschäftsführer

13. Mai 2013

Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
Dr. Annemarie Nussbaumer
Einsteinstrasse 2
CH-3003 Bern

ausschliesslich per Email an: annemarie.nussbaumer@finma.ch

Anhörung Rundschreiben 2013/xy „Marktverhaltensregeln“ (Totalrevision des FINMA-RS 08/38)

Sehr geehrte Damen und Herren

Sie haben die interessierten Kreise eingeladen, zum Entwurf des FINMA-Rundschreibens „Marktverhaltensregeln“ Stellung zu nehmen. Gerne nehmen wir diese Gelegenheit zur Anhörung wahr und äussern uns zu den Vorschlägen, insofern sie für unsere Mitgliedfirmen direkt von Bedeutung sind.

Vorbemerkungen

SwissHoldings umfasst 57 grosse Schweizer Industrie- und Dienstleistungskonzerne. Die börsenkotierten Mitglieder unserer Vereinigung repräsentieren rund 70% der gesamten Börsenkaptalisierung aller an der SIX Swiss Exchange kotierten Publikumsgesellschaften.

Generelles

Das FINMA-Rundschreiben „Marktverhaltensregeln“ ist für unsere Mitgliedfirmen von Bedeutung insofern es Bestimmungen enthält, die für sämtliche Marktteilnehmer gelten und nicht nur für die von der FINMA beaufsichtigten Institute und Personen. Es handelt sich hierbei um die Bestimmungen in den Kapiteln III – V. In diesem Bereich führt das FINMA-Rundschreiben die durch die BEHG-Revision eingeführten und durch die kürzliche BEHV-Revision präzisierten, neuen Bestimmungen zur aufsichtsrechtlichen Bekämpfung von unzulässigem Marktverhalten aus. Das FINMA-Rundschreiben hat sich entsprechend an den durch das BEHG und die BEHV sowie den Materialien dazu vorgegebenen Rahmen zu halten.

Wir können uns **grundsätzlich mit Entwurf des neuen Rundschreibens „Marktverhaltensregeln“ einverstanden erklären**. Zu einzelnen Bestimmungen des Rundschreibens haben wir allerdings die folgenden Bemerkungen:

- Gemäss RZ 6 des Rundschreibens sollen auch unternehmensexterne Sachverhalte „vertrauliche Informationen“ im Sinne von Art. 2 lit. f BEHG sein. Dies widerspricht jedoch klar der Botschaft Börsendelikte und Marktmissbrauch (S. 6899), wonach der Begriff der „vertraulichen Information“ demjenigen der „vertraulichen Tatsache“ gemäss altStGB 161 entsprechen soll. „**Vertrauliche Tatsachen**“ nach **bisherigen Verständnis** beziehen sich aber ausschliesslich auf **unternehmensinterne Tatsachen** (vgl. Botschaft zur Änderung des schweizerischen Strafgesetzbuches – Streichung von Art. 161 Ziff. 3 StGB – vom 8. Dezember 2006, BBl 2006, 439 ff., 445). In der parlamentarischen Beratung blieb dies unbestritten. Eine Ausdehnung auf unternehmensexterne Sachverhalte würde daher dem gesetzgeberischen Willen klar widersprechen.
- **RZ 12** beschreibt **unternehmensexterne Tatsachen**. Wie oben erwähnt, sind diese aber nicht vom Begriff der „vertraulichen Information“ erfasst. Daher ist diese Ziffer – zumindest für nicht von der FINMA regulierte Marktteilnehmer – wieder **zu streichen**, da der FINMA für diese Ausdehnung die Rechtsgrundlage fehlt.
- Das Wort „**insbesondere**“ in **RZ 14** ist **zu streichen**, denn es würde eine ohnehin bereits breit abgefasste Generalklausel so breit machen, dass eine Auslegung kaum mehr möglich ist.
- In **RZ 15** wird verboten, durch algorithmischen Handel falsche oder irreführende Signale zu setzen. Diese Ziffer ist u.E. **zu streichen**, denn das bewusste Setzen falscher Signale ist – unabhängig ob dies durch Einzelentscheide oder durch einen Handelsalgorithmus geschieht – manipulatorisch. RZ 15 geht aber weiter und scheint tendenziell eine **Vermutung zulasten algorithmischer Handelsteilnehmer aufzustellen**.
- Die Liste der verbotenen Handelsaktivitäten in RZ 16 ff. sollte jeweils noch um ein **Wesentlichkeitserfordernis** ergänzt werden. Bspw. sollte in RZ 19 klargestellt werden, dass die für ein „Painting the Tape“ erforderlichen Käufe und Verkäufe von Effekten ein wesentliches Volumen erreichen müssen.
- **RZ 25** ist **ersatzlos zu streichen**. In der parlamentarischen Beratung wurde der Antrag der Ratslinken im Nationalrat, einen **neuen Straftatbestand „Insiderhandel und Marktmanipulation bei Rohstoffen, Edelmetallen und Währungen“ zu schaffen, klar abgelehnt** (vgl. Nationalrätin Leutenegger Oberholzer in: AB 2012 N 1148). Entsprechend würde eine (partielle) Ausdehnung nun auf der Ebene des FINMA Rundschreibens dem **klaren gesetzgeberischen Willen** widersprechen.

Aus Rechtssicherheitsgründen würden wir es zudem begrüßen, wenn einzelne, nachstehende dargelegte, **zusätzliche Präzisierungen** vorgenommen würden.

Der Erläuterungsbericht zur Revision der Börsenverordnung führt unter dem Kommentar zu Art. 55a (neu) auf S. 3/4 verschiedene **Verhaltensweisen auf, die zulässig sind** und daher nicht unter das aufsichtsrechtliche Verbot des Insiderhandels fallen. Die im Erläuterungsbericht aufgeführten Verhaltensweisen sind leider nur teilweise in die RZ 28ff übernommen worden. Aus **Rechtssicherheitsgründen** beantragen wir daher **RZ 28ff wie folgt zu ergänzen**.

- **Kurspflege** – verstanden als das Bereitstellen eines Marktes, indem eine Emittentin oder ein beauftragter Dritter für Liquidität im Handel eines Titels sorgt (um starken Preisausschlägen entgegenzuwirken).
- Effektengeschäfte, die in **Kenntnis einer Insiderinformation** getätigt werden, **ohne** dass diese Kenntnis einen **Einfluss auf das Geschäft hat**, wie beispielsweise die Weiterführung einer vorbestehenden Anlagestrategie die unabhängig von Insiderinformationen festgelegt worden ist oder die Ausübung von Vorkaufsrechten im Rahmen eines Aktionärsbindungsvertrages zum vorgefassten Zweck, die Kontrollverhältnisse zu wahren.

Wir danken Ihnen für die Möglichkeit zur Stellungnahme und für die Berücksichtigung unserer Anliegen. Für allfällige Erläuterungen unserer Ausführungen stehen wir Ihnen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen

SwissHoldings
Geschäftsstelle



Christian Stiefel
Vorsitzender der Geschäftsleitung



Jacques Beglinger
Mitglied der Geschäftsleitung

cc SH-Vorstand



Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA
Dr. Annemarie Nussbauer
Einsteinstrasse 2
3003 Bern

Vorab per E-Mail an annemarie.nussbaumer@finma.ch

Zürich, 13. Mai 2013
X0931416

Anhörung Totalrevision FINMA-RS 08/38/ „Marktverhaltensregeln“

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir beziehen uns auf die Einladung vom 27. März 2013 zur Anhörung zu einer geplanten Totalrevision FINMA-RS 08/38 „Marktverhaltensregeln“. Wir möchten uns für die Gelegenheit zur Abgabe einer Stellungnahme bedanken.

Zum vorgelegten Revisionsentwurf nimmt der VSV als grösster schweizerischer Branchen- und Berufsverband der unabhängigen Vermögensverwalter sowie der unabhängigen Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen im Sinne des KAG wie folgt Stellung:

1. Allgemeines

- 1 Der VSV schliesst sich grundsätzlich der Stellungnahme der Schweiz. Bankiervereinigung zum Revisionsentwurf an. In den nachfolgend aufgeführten Einzelpunkten weicht die Stellungnahme des VSV teilweise von den Standpunkten der Branchenorganisationen ab.
- 2 Hauptkritikpunkt in diesem Bereich ist (einmal mehr), dass die FINMA nach dem Grundsatz „one size fits all“ regulieren will. Dies auch dann, wenn Finanzintermediäre, wie die Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen eine inhaltlich beschränkte Tätigkeit ausüben und dementsprechend gar kein Effektenhandel im Sinne von BEHG und BEHV vorliegt.

- 3 Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen sind nicht Beaufsichtigte im Sinne des BEHG, sondern aus der Sicht dieses Gesetzes „andere Marktteilnehmer“. Eine Differenzierung bei den anzuwendenden Bestimmungen, insbesondere im Bereich der Organisationsvorschriften ist deshalb angebracht.
- 4 Begrüssert wird aus demselben Grund, dass das Rundschreiben auf Ausführungen zu den Treuepflichten der Beaufsichtigten verzichtet und im Erläuterungsbericht ausdrücklich auf die anzuwendende und funktionierende Selbstregulierung verwiesen wird.
- 5 Die von FINMA als Selbstregulierung im des KAG anerkannten Standesregeln enthalten in Art. 4 Vorschriften zur Wahrung und Förderung der Marktintegrität. Diese Vorschriften sind genügend, um das Marktverhalten von DUFI und Vermögensverwaltern von kollektiven Kapitalanlagen zu regeln.

Wir erachten es als zweckmässig, wenn das neue Rundschreiben zum Marktverhalten auf diese Vorgaben verweisen oder diese übernehmen.

2. Stellungnahme zu einzelnen Punkten des Rundschreibenentwurfes

2.1. Rz. 4 – Geltungsbereich

- 6 Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen unterstehen nicht der Bewilligungspflicht nach dem BEHG. Die Organisationsvorschriften im Rundschreibenentwurf sind auf Unternehmen zugeschnitten, die den Effektenhandel im Sinne des Gesetzes betreiben. Die Ausweitung der Geltung von auf Effekthändler zugeschnittenen Organisationspflichten auf Nicht-Effekthändler, insbesondere auf Bewilligungsträger nach dem KAG, findet weder im BEHG noch im KAG eine genügende Stütze. Die entsprechenden Bewilligungsträger sind grundsätzlich von den Organisationspflichten, die im Geschäftsbetrieb eines Nicht-Effekthändlers mehrheitlich keinen Sinn machen, in Rz. 4 ausdrücklich auszunehmen.

2.2. Rz. 7 – Begriff des Gerüchts

- 7 Rz. 7 des Rundschreibenentwurfes greift den Begriff des Gerüchts auf, ohne jedoch diesen näher in die definierten Gesetzesbegriffe einzuordnen. Es ist hier klar zu stellen, dass der Umstand, dass Gerüchte (welche nichts anderes sind, als im Sinne von Rz. 7 veröffentlichten oder verarbeiteten Informationen auf dem Wege der Extrapolation abgeleitete Informationen) die Vertraulichkeit anderer Informationen nicht aufheben; und zwar auch dann

nicht, wenn das Gerücht als abgeleitete Information inhaltlich gleich ist, wie die vertrauliche Information. Die vorgeschlagene Formulierung erweckt den (falschen) Eindruck, dass das Gerücht an sich vertraulich sein könnte.

2.3. Rz. 35 – Geltungsbereich für andere Märkte

- 8 Für die Ausdehnung der Marktverhaltensregeln auf „andere Märkte“ ganz generell, insbesondere für Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen und DUF1 findet sich im BEHG keine gesetzliche Grundlage. Diese Bestimmung ist durch das Gewährserfordernis für die Einhaltung von KAG und GwG in keiner Weise gedeckt. Entsprechend sind die genannten Bewilligungsträger vom Geltungsbereich der Rz. 35 auszunehmen.

2.4. Rz. 36 ff. – Umfang der Organisationspflichten für gewerbliche Vermögensverwalter und DUF1

- 9 Der risikobasierte Ansatz wird grundsätzlich begrüsst. Es ist für die Verständlichkeit der Bestimmung im Rundschreiben (und nicht nur im Erläuterungsbericht) ausdrücklich darauf hinzuweisen, dass Bewilligungsträger nach dem KAG und DUF1 von den Organisationspflichten gemäss Kapitel VII. grundsätzlich und generell freigestellt sind, wenn Art und Umfang ihrer Tätigkeit das Risiko von marktmissbräuchlichen Verhaltensweisen ausschliessen.

- 10 Die Organisationsvorschriften wirken für einen kleinen, als DUF1 bewilligten unabhängigen Vermögensverwalter geradezu absurd und lächerlich. Wie können z.B. in einem Ein- oder Zweipersonenbetrieb Informationsbarrieren aufgestellt werden? Soll der im Zweipersonenbetrieb (ein Vermögensverwalter und Assistent) tätige Vermögensverwalter seine eigenen Mitarbeitergeschäfte überwachen? Soll dies von seinem nicht genügend sachkundigen Assistenten gemacht werden?

Wir sind der Auffassung, dass lächerliche Vorgaben aus der Finanzmarktaufsicht fern gehalten werden sollten.

- 11 Nicht ganz so ausgeprägt sinnlos, aber immer noch grotesk genug, um deren Korrektur mehr als zu rechtfertigen, erweisen sich die Organisationsvorschriften für Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen.

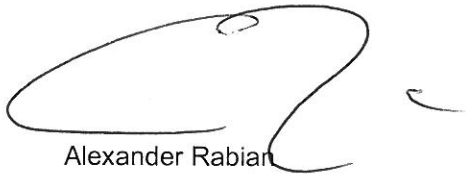
So erweisen sich die Aufzeichnungspflichten für ein- und ausgehende fernmündliche Kommunikation bei einem kleinen Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen als schlechterdings unsinnig. Diese Unternehmen müssen nicht über eine dedizierte Handels-

- abteilung verfügen und verfügen meist auch über keine. Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen tätigen keine Effektengeschäfte mit Gegenparteien, sondern erteilen (im Namen Dritter, d.h. der kollektiven Kapitalanlage) Effektenhandelsaufträge an bewilligte und beaufsichtigte Effektenhändler. Diesen, die mit der Anschaffung und Betreuung einer technischen Aufzeichnungsanlage verbundenen Kosten aufzuerlegen, ist sinn- und zwecklose Überregulierung, zumal die entsprechenden Kommunikationsempfänger als Effektenhändler gehalten sind, die Kommunikation aufzuzeichnen. Soll hier dasselbe Gespräch gleich mehrfach aufgezeichnet werden?
- 12 Es zeigt sich hier ganz offensichtlich, dass diese Vorgaben für Banken mit Effektenhändlerstatus angedacht sind, und für kleine gewerbliche Finanzintermediäre, insbesondere DUFIs und kleine Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen (zumindest mehrheitlich) nicht sinnvoll umzusetzen sind.
- 13 Anstatt für solche Unternehmen ein „Comply or Explain“ (mit jährlicher Wiederholung auch bei sich nicht verändernder Tätigkeit) vorzusehen, erachten wir es als wesentlich zielführender, hier generelle Ausnahmen zu definieren. So sind insbesondere:
- a. DUFIs, die keine Aufträge für die Durchführung von Effektengeschäften erteilen, generell von den Organisationspflichten zu befreien.
 - b. Andere DUFIs und Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen von den Aufzeichnungspflichten freizustellen;
 - c. Andere DUFIs und Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen mit weniger als 15 Mitarbeitenden (ohne nicht operative Verwaltungsräte) von der Überwachung von Mitarbeitergeschäften und von der Pflicht zur Aufstellung von Informationsbarrieren und Vertraulichkeitsbereichen zu befreien;
 - d. Andere DUFIs und Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen von den Organisationspflichten generell freizustellen, wenn sie die Vorgaben einer gleichwertigen Selbstregulierung einhalten.
- 14 Schliesslich sind die DUFIs ganz generell von Prüfpflichten (Rz. 54) zu befreien. Die grosse Mehrzahl der von der FINMA anerkannten Prüfgesellschaften für DUFIs sind fachlich nicht in der Lage, Prüfungen über die Einhaltung der im Rundschreiben enthaltenen Vorschriften

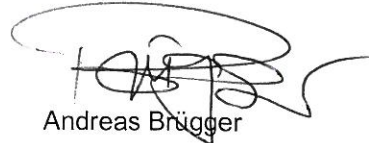
sachgerecht durchzuführen, insbesondere sich unter risikobasierten Ansätzen hier ein genügend sachkundiges Bild zu machen.

Abschliessend möchten wir uns nochmals für die Möglichkeit bedanken, zum Revisionsentwurf für das FINMA-RS "Marktverhalten" Stellung zu nehmen. Für weitere Fragen und Auskünfte in diesem Zusammenhang stehen Ihnen die Unterzeichneten gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen

A handwritten signature in black ink, consisting of a large, fluid loop on the left side that extends into a smaller loop on the right, ending in a short horizontal stroke.

Alexander Rabian
Vorsitzender der Geschäftsleitung SRO

A handwritten signature in black ink, featuring a large, circular loop at the top left, followed by several overlapping, horizontal strokes that form a dense, scribbled appearance, ending in a long, sweeping tail to the right.

Andreas Brügger
Mitglied der Geschäftsleitung