



## Pressekonferenz der Eidg. Bankenkommission vom 25. April 2002

Franz Stirnimann  
Vizedirektor der Eidg. Bankenkommission

### Marktaufsicht – Möglichkeiten und Grenzen

**Die Erfahrungen der Marktaufsicht zeigen Grenzen des geltenden Straf- und Verwaltungsrechts auf. So muss die EBK auch bei klarer Beweislage regelmässig von Strafanzeigen wegen Ausnützens von Insiderwissen bei Gewinnwarnungen absehen. Bei Marktmissbräuchen von Marktteilnehmern, die nicht der Aufsicht der EBK unterstehen, kann sie keine Massnahmen anordnen. Zudem verfügt die EBK nur über einen mangelhaften Sanktionskatalog.**

Mit dem Inkraftsetzen des Börsengesetzes im Jahre 1997 wurde die Börsenaufsicht und damit auch die Marktaufsicht zur Bundessache und der Eidg. Bankenkommission (EBK) als wesentliche neue Aufgabe übertragen. Der Gesetzgeber hat gleichzeitig den Börsen wichtige Funktionen als Selbstregulator und direkter Marktüberwacher zugeordnet. Das gute Funktionieren zwischen Direktüberwacherin Börse und Oberaufseherin EBK ist unter anderem Voraussetzung für eine effiziente Marktüberwachung.

#### 1. Grundlage der Marktaufsicht

Gemäss Börsengesetz (Art. 6 Abs. 1 BEHG) muss die Börse im Rahmen ihrer selbstregulierten Tätigkeit die Kursbildung, den Abschluss und die Abwicklung der Transaktionen in der Weise überwachen, dass das Ausnützen der Kenntnis einer vertraulichen Tatsache, Kursmanipulationen und andere Gesetzesverletzungen aufgedeckt werden können. Sie hat hierfür gemäss Börsenverordnung (Art. 8 BEHV) eine Überwachungsstelle zu bestellen, die von der Geschäftsführung personell und organisatorisch unabhängig ist.

Diese Bestimmungen bilden der Kernpunkt der Börsenaufsicht und die Grundlage für die Marktaufsicht. Die Börsen haben die EBK über sämtliche anhand ihrer elektronischen Überwachungsmittel aufgedeckten Verdachtsmomente auf Gesetzesverletzungen, insbesondere das Ausnützen der Kenntnis vertraulicher Tatsachen (Insidertrading) und Kursmanipulationen, zu informieren und über ihre internen Untersuchungen eingehend zu dokumentieren. Aufgrund dieser Informationen eröffnet die EBK die notwendigen Untersuchungsverfahren; sie bilden die Grundlage des aufsichtsrechtlichen Enforcements in der Marktaufsicht.



## **2. Zusammenarbeit mit den kantonalen Strafverfolgungsbehörden**

Diese Gesetzesverletzungen - Insidertrading und Kursmanipulation - sind auch Straftatbestände des Strafgesetzbuches (Art. 161 bzw. Art. 161bis StGB). Eröffnet jedoch die EBK ein Verfahren, so ist ein solches rein verwaltungs- bzw. aufsichtsrechtlicher Natur. Es richtet sich ausschliesslich gegen die dem Banken- oder Börsengesetz unterstellten Personen und Unternehmen. Dabei wird geprüft, ob deren Verhalten mit den Anforderungen an eine einwandfreie Geschäftstätigkeit (Art. 3 Abs. 2 Bst. c BankG und Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG) zu vereinbaren war.

Vielfach wird bei Insiderhandel und Kursmanipulation neben dem verwaltungsrechtlichen Verfahren der EBK aber ebenfalls ein strafrechtliches Verfahren der zuständigen kantonalen Strafverfolgungsbehörde in gleicher Sache geführt. Zwischen den beiden Behörden besteht gemäss Börsengesetz (Art. 35 Abs. 6 BEHG) die Pflicht, sich gegenseitig Rechtshilfe zu leisten bzw. ist die EBK zur Strafanzeige verpflichtet. Da somit die Erkenntnisse der jeweiligen Untersuchungen ausgetauscht werden, gilt es, im Falle beidseitig geführter Verfahren Doppelspurigkeiten und Überschneidungen zu vermeiden. Die EBK hat entsprechende Konzepte erarbeitet, welche die Modalitäten der gegenseitigen Information und der Teilnahme an den Untersuchungshandlungen der anderen Behörde regeln und die auch festlegen, welche Behörde welchen Fall federführend untersucht. Konkret: Der Lead verbleibt bei der EBK, wenn der Verdacht auf ein fehlbares Verhalten einen ihrer prudentiellen Aufsicht unterstellten Finanzintermediär trifft (Bank, Effektenhändler oder Fondsleitung), bei der Strafverfolgungsbehörde, wenn ein anderer Marktteilnehmer (Emittent, institutioneller Anleger oder privater Investor) der potentielle Sünder ist.

## **3. Untersuchungsverfahren**

Die Untersuchungen in den Bereichen Insidervergehen und Kursmanipulation sind in der Regel recht aufwändig. Allein die Erhebung des Sachverhalts, z.B. bei langen Transaktionsketten bis zum wirtschaftlich Berechtigten, nimmt viel Zeit in Anspruch. Ferner ist, auch aus börsenaufsichtsrechtlicher Sicht, der Nachweis einer Kursmanipulation oder eines Insiderverstosses oft schwierig. Die Erfahrungen der EBK in der Marktaufsicht zeigen, dass sich die Strukturen zur Überwachung der Effektenmärkte bewährt haben. Ein Blick auf die Verfahrensstatistik (s. Beilage) zeigt folgendes Bild:

Die EBK hat seit der Aufnahme ihrer Untersuchungstätigkeit rund 130 Untersuchungsverfahren formell eröffnet und gegen 100 davon erledigt. Rund 80 Verfahren wurden nach zum Teil umfangreichen Abklärungen eingestellt, nachdem sich die Verdachtsmomente nicht bestätigt hatten. Etwa die Hälfte dieser Untersuchungen waren wegen Verdachts auf Insidergeschäfte eröffnet worden, die übrigen wegen Kursmanipulationen oder andern Missbräuchen.

Die Erfahrungen lehren, dass es regelmässig sehr heikel ist, vor Aufnahme oder im Verlaufe einer Untersuchung das mögliche Ergebnis des Verfahrens abzu-



schätzen. Unsere eigenen Untersuchungen betreffen denn auch oft eine Vielzahl von Kunden, in verschiedenen Fällen mit umfangreichen Amtshilfeersuchen ans Ausland. Nach dem potentiellen Anfangsverdacht verbleibt jedoch oft, zum Beispiel aufgrund überzeugender Erklärungen, nur für eine kleine Minderheit ein konkreter Verdacht. Wir befinden uns hier in der selben Situation wie unsere Kollegen ausländischer Aufsichtsbehörden, die unsere Amtshilfe beanspruchen. Bei ausreichendem Anfangsverdacht haben wir Amtshilfe zu leisten, auch wenn die Ausbeute einer breit angelegten Untersuchung letztendlich klein sein mag.

In den 6 mit Verfügung abgeschlossenen Fällen rügte die EBK Effekthändler wegen unfairem Verhalten im Markt formell. Zwei Fälle hatten das Ausnützen der Kenntnis von vertraulichen Tatsachen bzw. Informationsmissbrauch zum Gegenstand, die anderen Fälle betrafen Kurs- bzw. Marktmanipulationen, d.h. den Abschluss von Scheingeschäften («wash sales») sowie Front Running.

Die 5 Strafanzeigen betrafen allesamt Insiderstatbestände.

15 Amtshilfegesuche ergingen an 7 ausländische Aufsichtsbehörden. Als Brückenschlag zu den Ausführungen von Hr. Hauri i.S. Amtshilfe: Auch die schweizerische Marktaufsicht ist auf eine funktionierende Zusammenarbeit unter Aufsichtsbehörden angewiesen. Auch wir erwarten, rasch Informationen zu erhalten, wenn wir in der Schweiz Transaktionen ausländischer Finanzintermediäre untersuchen. Wir verstehen somit sehr gut die Ungeduld ausländischer Behörden über die Länge der schweizerischen Amtshilfeverfahren. Ein Finanzplatz, der international anerkannt sein will, muss in der Lage sein, auf internationaler Ebene effizient zu kooperieren.

#### **4. Grenzen / Schwächen der geltenden Marktaufsicht**

##### **Insiderstrafnorm**

In den letzten Jahren konnte eine markante Zunahme von Gewinnwarnungen festgestellt werden. Unternehmen, die eine Gewinnwarnung veröffentlichten, mussten in der Folge starke Kurseinbussen hinnehmen (vgl. den Fall Charles Vögele Holding AG, Jahresbericht EBK 2001, Ziff. IV/2.4.1). Werden durch massive Verkäufe im Vorfeld der Gewinnwarnung in der entsprechenden Effekte enorme Verluste verhindert, ist dieses Verhalten nach Auffassung der EBK nicht tolerierbar. Das Ausnützen von Kenntnissen einer bevorstehenden Gewinnwarnung ist ebenso strafwürdig wie das Ausnützen von Kenntnissen über Fusionen und Ähnliches. Eine solche Tat, wenn sie durch ein Organ einer Bank oder eines Effekthändlers begangen wird, ist mit den Anforderungen an eine einwandfreie Geschäftstätigkeit zweifellos nicht zu vereinbaren. Gemäss Praxis des Bundesgerichts stellt der Tatbestand der Gewinnwarnung jedoch keinen fusionsähnlichen Sachverhalt im Sinne des Strafgesetzes (Art. 161 Ziff. 3 StGB) dar, es sei denn, der Gewinneinbruch sei dergestalt, dass das betroffene Unternehmen zum Sanierungsfall wird. Das Bundesgericht verneinte jüngst die Mög-



lichkeit, eine Gewinnwarnung als «ähnlichen Sachverhalt von vergleichbarer Tragweite» im Sinne des Strafgesetzes anzusehen. Es verweist auf den Weg der Gesetzesänderung. Die EBK muss daher regelmässig davon absehen, Strafanzeigen zu erstatten, auch wenn klare Beweise für das Ausnützen von entsprechenden Insider-Informationen vorliegen. Sie befürwortet deshalb eine Revision der zu engen Insiderstrafnorm.

### **Marktmissbrauch im Allgemeinen**

Das Aufsichtsrecht verlangt ein lautereres Verhalten am Markt, gerade auch im Sinne der strafrechtlich geschützten Verbote des Ausnützens der Kenntnis vertraulicher Tatsachen und der Kursmanipulation. Die aufsichtsrechtlichen Verbote, die sich aus dem Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit ergeben, gehen aber über die beiden Straftatbestände hinaus und haben eine eigenständige Bedeutung. Die strafrechtlichen Tatbestände sind vergleichsweise eng und erfassen in erster Linie schwere Missbräuche des Markts. Das Vertrauen, die Integrität und die Effizienz des Börsenplatzes und seiner Teilnehmer können aber auch durch weniger schwerwiegende Handlungen geschädigt werden. An das Verhalten von Organen und Mitarbeitern von Effekthändlern sind daher höhere Anforderungen zu stellen, als sie für das Erfüllen namentlich der Straftatbestände vorausgesetzt werden. Ein Verhalten kann auch treuwidrig und aufsichtsrechtlich unzulässig sein, wenn noch keine strafbare Handlung vorliegt. In diesem Sinne gibt es Verhaltensweisen, die aufsichtsrechtlich als Gesetzesverletzungen oder sonstige Missstände im Sinne des Börsengesetzes (Art. 6 BEHG) und somit als Marktmissbrauch anzusehen sind (z.B. Missbrauch von Informationen, Marktmanipulation im Sinne fingierter Transaktionen (Scheingeschäfte) bzw. Transaktionen ohne nachvollziehbaren wirtschaftlichen Sinn oder Irreführung des Marktes mittels falscher, unvollständiger oder irreführender Informationen über Effekten).

Die EBK beabsichtigt, die Tatbestände des Marktmissbrauchs in einem EBK-Rundschreiben, einem Code auf Market Conduct, festzuhalten, um so der Finanzbranche mitzuteilen, welche Verhaltensweisen im Markt aufsichtsrechtlich nicht toleriert werden. Dabei wird - gestützt auf die noch laufenden Untersuchungen der EBK - auch geprüft, ob bei der Zuteilungspraxis bei Erstemissionen, den sog. IPO's, Regulierungsbedarf besteht.

### **Fehlende Zuständigkeiten der EBK**

Gegenüber Marktteilnehmern (Investoren, Dritte), die nicht der prudentiellen Aufsicht der EBK unterstehen und die sich missbräuchlich verhalten, kann die EBK nicht vorgehen und keine Massnahmen anordnen. Sie hat einzig bei Vorfällen, die auch strafrechtlich relevant sein könnten und wenn entsprechende Verdachtsmomente vorliegen, Strafanzeige zu erstatten. Um solche Verdachtsmomente zu erhärten, kann sie aber Vorabklärungen durchführen.

Dass die Marktaufsichtsbehörde nicht gegenüber sämtlichen Marktteilnehmern Aufsichtskompetenzen hat, ist nun allerdings ein klarer Mangel. Die Ausdeh-



nung der Marktaufsicht und damit des Adressatenkreises der Marktverhaltensregeln auch auf Marktteilnehmer, die nicht der direkten Aufsicht unterstehen, würde sich mit Blick auf den Zweck des Börsengesetzes (Gewährleistung von Transparenz und Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte, Gleichbehandlung der Marktteilnehmer) rechtfertigen.

### **Sanktionsmöglichkeiten**

Ein weiterer Mangel im Aufsichtskonzept sind die eingeschränkten Sanktionsmöglichkeiten, die sich – mit Abstufungen – auf fünf aufsichtsrechtliche Massnahmen gegenüber den der Aufsicht unterstellten Finanzintermediären beschränken: auf die „Rüge“, auf die Androhung der Entfernung des oder der Fehlbaren, auf deren tatsächliche Entfernung, auf die Androhung des Bewilligungsentzugs und – theoretisch – auch auf den Bewilligungsentzug selber. Als Sanktion kann auch die Strafanzeige angesehen werden. Was hingegen fehlt – und was die Marktaufsicht mit Sicherheit griffiger machen könnte –, sind ausdrückliche gesetzliche Grundlagen für die (namentliche) Veröffentlichung der Verfahrensergebnisse, für die Einziehung unrechtmässiger Gewinne aus Börsendelikten und für die Kompetenz, verwaltungsrechtliche Bussen ausfallen zu können. Klar verstärkt würde dabei die Rolle der EBK als Marktaufsichtsbehörde, wenn mit der Verbesserung der Sanktionsmöglichkeiten auch eine gesetzliche Grundlage geschaffen würde für das Enforcement des Marktmissbrauchs gegenüber nicht unterstellten Rechtspersonen und namentlich gegen natürliche Personen. Eine Verbesserung des Massnahmen-Instrumentariums der EBK drängt sich in diesem Sinne auf.

### **5. Fazit**

Die Marktaufsicht eines Finanzplatzes, der ernst genommen werden will, bedarf eines Instrumentariums, das den zu Recht hoch gesetzten Anforderungen genügt. Nur wenn die Marktaufsicht kompetent und effizient funktioniert, wenn sie mit dem erforderlichen Instrumentarium ausgestaltet ist und für die gebotene Durchsetzungskraft die nötigen Ressourcen aufweist, nur dann erreicht sie die Glaubwürdigkeit, die für die Integrität eines Finanzplatzes – ein hohes und zunehmend wichtigeres Gut im internationalen Kontext – unabdingbar ist.