

Dr.iur. Marcel L. Aellen, Fürsprecher
Eidg. Bankenkommission
Schwanengasse 12
Postfach
CH-3001 Bern

Zürich, 11. März 2004

EBK-Rundschreiben Marktmissbrauchsregeln: Vernehmlassung

Sehr geehrter Herr Dr. Aellen

Wir beziehen uns auf Ihren Brief vom 12. Dez. 2003 und bedanken uns für die Gelegenheit zur Stellungnahme.

Gestatten Sie uns vorab zwei generelle Bemerkungen. Das Thema des Rundschreibens überschneidet sich teilweise mit den „Verhaltensregeln für Effekthändler“. Wir haben die gegenseitige Vereinbarkeit der beiden Regelwerke nicht im Einzelnen überprüft und stellen daher lediglich die Frage, ob dieser Aspekt bedacht und allfällige Widersprüche ausgeräumt wurden.

Im Weiteren fällt uns auf, dass etliche der inkriminierten Verhaltensweisen unscharf formuliert sind. Diese Unschärfe ist wohl teilweise beabsichtigt, um Umgehungsversuchen vorzubeugen. Auf der anderen Seite können die allfälligen Sanktionen für ein Fehlverhalten unter dem Titel „einwandfreie Geschäftsführung“ sowie unter dem FINMAG (erweiterte Sanktionen) einen sehr einschneidenden, quasi strafrechts-ähnlichen Charakter haben. Die Unschärfe vieler „Tatbestände“ gemäss dem Rundschreiben erscheint unter diesem, allenfalls auch unter verfassungsrechtlichen Gesichtspunkten fragwürdig.

RZ 20: U.E. ist es zweckmässiger dem „Insider“ die Möglichkeit einzuräumen, bei der Unterzeichnung der Insidererklärung auf die langfristige Anlagestrategie hinzuweisen, ohne diese abbrechen zu müssen. Der Abbruch, und erst recht eine Suspendierung, durch Mitteilung an den Vermögensverwalter des Insiders kann Letzterem unerwünschte Hinweise geben und dadurch seinerseits einen Informationsmissbrauch ermöglichen.

RZ 29: Der „Tatbestand“ ist unseres Erachtens zu weit gefasst und unter den eingangs geäußerten Bedenken problematisch.

RZ 32: Wir empfehlen die Streichung des letzten Satzes. Die Ausnutzung von Kursschwankungen von kotierten Effekten kann nicht missbräuchlich sein. Dies ist im Gegenteil eine Grundidee der Investitionstätigkeit über die Börse. Die Eingrenzung auf die Eröffnungs- und Schlusskurse erscheint uns nicht hilfreich, da diese aufgrund der im System eingegebenen limitierten Kurse festgelegt werden. Nicht alle Aufträge im „Buch“ werden automatisch ausgeführt. Falls die Eröffnungs- oder Schlusskurse unangemessen sind, ist es in erster Linie an der Börse, das System der Festlegung dieser Kurse zu modifizieren.

RZ 34: Die ausserbörslichen Geschäfte die ohne Auftragseingabe im System abgeschlossen werden, sollten von diesem Tatbestand ausgenommen werden.

RZ 35: Schon allein die Eingabe eines bedeutenden Auftrages im Verhältnis zum durchschnittlichen Tagesvolumen kann zu einer erheblichen Kursänderung führen. Der Begriff „Überhang“ ist deshalb zu wenig scharf. Dieser Tatbestand sollte deshalb gestrichen werden. Er führt dazu, dass der Handel in illiquiden Titeln noch weiter eingeeengt wird. Das Risiko, sich allenfalls dem Vorwurf von Marktmissbrauch auszusetzen, rechtfertigt nicht mehr eine allfällige Investition in diese „Small Caps“.

RZ 32-36: Mit Ausnahme des Falles gemäss RZ 32 handelt es sich bei den beschriebenen Marktmissbräuchen um objektiv betrachtet normale und plausible Geschäfte, die lediglich durch die missbräuchliche Absicht unredlich werden. An das Vorliegen dieser Missbrauchsabsicht sind u.E. hohe Anforderungen zu setzen und im Rundschreiben entsprechend festzuhalten. Es erscheint grundsätzlich problematisch, ein Verhalten zu inkriminieren, dass nur aufgrund der damit verbundenen Absicht illegitim wird.

RZ 40: Wir würden eine Verdeutlichung im Text begrüßen, wonach bei der Definition der zulässigen Preisspanne der Liquidität des betreffenden Titels oder „underlying“ Rechnung zu tragen ist.

RZ 45, 48, 50: In der Welt der Finanzmärkte sind fast alle Informationen unvollständig. Der Begriff taugt deshalb u.E. nicht als Abgrenzungskriterium für redliches und unredliches Verhalten bzw. führt dazu, dass wieder allein die mit der Handlung verknüpfte Absicht die Handlung widerrechtlich werden lässt.

RZ 59: In welchem Verhältnis steht dieser Fall zu RZ 37 und 38 ? Sind im Rahmen von Blocktransaktionen Preisstabilisierungen auch ohne Meldung gestattet?

RZ 60: Diese Bestimmung ist u.E. nicht angebracht, da sie die Marktteilnehmer übertrieben bevormundet. Falls solche Bestens-Aufträge von – zweifellos schützenswerten - Laien eingegeben werden, müssen diese vom betreffenden Effekthändler von einem solchen Schritt abgehalten werden.

RZ 62: Das Verbot des „churning“ ergibt sich schon aus der Treuepflicht des Vermögensverwalters und des Effekthändlers und erfordert deshalb keine ausdrückliche Erwähnung.

RZ 84: In der französischen Fassung sollte der erfasste Missbrauch ebenfalls auf die Verletzung der Marktverhaltensregeln eingeschränkt werden.

RZ 86: In welchen Verhältnis steht dieser Fall zu RZ 37 und 38 ? Sind im Rahmen von Zuteilungen Preisstabilisierungen zu veröffentlichen (RZ 86) oder lediglich der Börse zu melden (RZ 37, 38)? Grundsätzlich ist es gefährlich und unproduktiv, eine solche Preisstabilisierung zu veröffentlichen. Die anderen Marktteilnehmer werden „dagegen“ arbeiten bzw. diese Information zu ihrem Vorteil ausnutzen.

RZ 95-97: Die Dauer der Aufbewahrungspflicht erscheint uns zu lange, da allfällige Beanstandungen von Kunden in der Regel innerhalb von wenigen Stunden oder Tagen erfolgen und andererseits auch ein allfälliger Marktmissbrauch sofort, d.h. innerhalb weniger Monate, abgeklärt werden muss. U.E. sollte sie auf ein bis drei Monate verkürzt werden. Schliesslich sollte die Aufzeichnungspflicht für lediglich assoziierte Börsenmitglieder nicht gelten.

Wir bedanken uns noch einmal für die Gelegenheit zur Stellungnahme und stehen für Erörterungen gerne zur Verfügung.

Mit freundlichen Grüssen

für den Vorstand:

Dr.iur. Hannes Glaus

Pascal Bovay