

Eidgenössische Bankenkommision
Herrn Dr. Marcel Livio Aellen
Postfach
CH-3001 Bern

Basel, 30. März 2004
A.33/J.2/CW/ps

Rundschreiben „Marktmissbrauchsregeln“

Sehr geehrter Herr Präsident
Sehr geehrte Damen und Herren

Mit Schreiben vom 12. Dezember 2003 haben Sie uns den Rundschreibensentwurf „Marktmissbrauchsregeln“ zur Stellungnahme unterbreitet, an dessen Vorbereitung wir im Rahmen einer gemischten Arbeitsgruppe hatten teilnehmen können. Für die vorliegende Stellungnahme dient unser Schreiben an Sie vom 30. September 2003 in gleicher Sache als Grundlage. Den seitherigen Entwicklungen tragen wir nachstehend Rechnung. Für die uns gewährte Fristerstreckung bis zum 30. März 2004 danken wir Ihnen. Der Verwaltungsrat hat die vorliegende Stellungnahme heute verabschiedet.

Zusammenfassung

Sollten Sie an Ihrem Vorhaben festhalten, bitten wir Sie, unsere nachfolgend umschriebenen Anliegen zu berücksichtigen.

Zeitlich und inhaltlich ist das Vorhaben mit den Gesetzgebungsarbeiten zur Revision von Art. 161 StGB (Insiderhandel) und zur Integration der Finanzmarktaufsicht (FINMAG) abzustimmen. Eine Verabschiedung der Marktmissbrauchsregeln vor dem Abschluss dieser Arbeiten erachten wir als verfrüht.

Wir ersuchen Sie dringend, den Auffangtatbestand der „anderen marktmissbräuchlichen Verhaltensweisen“ (Abschnitt 6, Randziffern 52-64) zu streichen. Das ist umso weniger problematisch, als die dort aufgelisteten Bestimmungen weitgehend schon in unseren Standesregeln enthalten sind.

1. Regelungsbedarf und Abstimmung mit Gesetzgebungsvorhaben

Der vorliegende Rundschreibensentwurf hat **eine präventive und eine repressive Ausrichtung**. Dem präventiven Gesichtspunkt entsprach sein ursprünglicher Titel („Marktverhaltensregeln“); das Rundschreiben soll eine Wegleitung für die Marktteilnehmer sein und die kasuistisch verzettelte, systematisch unübersichtliche Praxis der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) zusammenfassen. Ein Rundschreiben, das sich hierauf beschränkte, erachteten wir als sinnvoll. Hinzu kommt freilich nun der repressive Gesichtspunkt, seine Nähe zum Strafrecht; das Rundschreiben enthält Verbotstatbestände, die im Ergebnis das Strafrecht präjudizieren. Dagegen sind schwere Bedenken anzumelden (s. unten Abschnitt 2).

Wenn Sie am Rundschreiben festhalten, sind wir der Ansicht, es bedürfe der **sachlich und v.a. zeitlich der besseren Abstimmung auf die Entwicklungen im Umfeld**, namentlich beim Strafrecht, aber auch beim Aufsichtsrecht.

- So wäre das Rundschreiben klarer präventiv auszurichten und seinen Bestimmungen den Anstrich von Verbotstatbeständen zu nehmen (s. unten Abschnitt 2).
- Auch bedürften seine Formulierungen der besseren Abstimmung auf den zur Zeit im Fluss befindlichen Kontext. Nun stehen bei der geplanten Integration der Finanzmarktaufsicht (FINMAG) grundlegende Weichenstellungen noch aus, insbesondere zur Sanktionenordnung. Bevor diese Fragen geklärt sind, erscheint uns ein Rundschreiben wie das vorliegende als verfrüht.
- Wir ersuchen Sie deshalb, die Behandlung des Rundschreibens bis zur Verabschiedung des FINMAG durch das Parlament zurückzustellen.

2. Zur Fragwürdigkeit der Verbotstatbestände

Nach wie vor haben wir **schwere Bedenken gegen die Formulierung verwaltungsrechtlicher Sanktionstatbestände**, die nichts Anderes sind als Konkretisierungen von Straftatbeständen (v.a. Art. 161 StGB über den Insiderhandel, Art. 161^{bis} StGB über die Kursmanipulation).

Zwar begründet ein solches Rundschreiben kein Strafrecht und verleiht es der EBK zumal keine Strafbefugnisse. Aber materiell umschreibt es Tatbestände, die zu einem guten Teil mit jenen des Strafrechts übereinstimmen. Ein Strafrichter, der Fälle von Insiderhandel oder Kursmanipulation zu beurteilen hat, wird sich bei der Interpretation der Strafnormen an die Formulierungen der EBK halten. Insoweit hat der Rundschreibensentwurf einen **zwar nicht strafrechtlichen, aber das Strafrecht präjudizierenden Gehalt**.

Dies erscheint uns problematisch, weil die **Tatbestände des Rundschreibensentwurfs offen, geradezu ausladend formuliert** sind, was die Grundsätze der Gesetzmässigkeit und Bestimmtheit im Strafrecht unterminiert. „Nulla poena sine lege“ wird obsolet, wenn die Offenheit der Tatbestände zur Folge hat, dass weitgehend alles unerwünschte Verhalten sich darunter subsumieren lässt. Was im Aufsichtsrecht vertretbar sein mag (vgl. die Gewährsbestimmungen: Art. 3 Abs. 2 Bst. c BankG,

Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG), wird umso kontraproduktiver, je näher es an den Bereich des Strafrechts kommt.

Dies gilt insbesondere für den Tatbestand der „[a]ndere[n] marktmisbräuchliche[n] Verhaltensweisen“ (Abschnitt 6, Randziffern 52-64). Dieser gilt explizit als „Auffangtatbestand für alle unzulässigen Verhaltensweisen [...], die nicht als Informationsmissbrauch, Marktmanipulation oder Marktirreführung qualifiziert werden können“ (Randziffern 53). Der Rundschreibensentwurf nennt „Erscheinungsformen“ dieses Auffangtatbestands, doch nur „namentlich“ und wiederum offen (Randziffer 55-64). Eine solche Auffangregelung ist auch deshalb nicht erforderlich, weil das Rundschreiben im Bedarfsfall jederzeit wesentlich rascher als ein Gesetz oder eine Verordnung angepasst werden kann.

- **Deshalb ersuchen wir Sie dringend, wenn Sie am Rundschreiben festhalten, dessen Abschnitt 6 (Randziffern 52-64) ersatzlos zu streichen. Das erleichterte nicht nur das Rundschreiben um einen Grossteil der ihm innewohnenden, rechtsstaatlichen Problematik. Eine solche Streichung wäre auch inhaltlich sinnvoll, weil die in diesem Abschnitt aufgestellten Grundsätze schon in den Verhaltensregeln für Effektenhändler unserer Vereinigung enthalten sind, die wir zur Zeit überarbeiten. Sollten Sie an der Erwähnung dieser „anderen Verhaltensweisen“ festhalten, wären diese, nicht zuletzt aus Gründen der Rechtssicherheit, abschliessend aufzuführen. In jedem Fall betrachten wir die im Entwurf enthaltene Regelung von Kursschnitten, „Churning“ und „Front“ bzw. „Parallel Running“ als zu detailliert. Ein Risiko von Widersprüchen zu den Verhaltensregeln für Effektenhändler ist nicht von der Hand zu weisen.**

Der um den Insiderartikel (Art. 161 StGB) herum angelegte **Tatbestand des Informationsmissbrauchs** entspricht nach seiner Verbesserung durch die Arbeitsgruppe weitgehend den praktischen Bedürfnissen.

Wir möchten jedoch anregen, beim Tatbestand der unbefugten Informationsweitergabe klarer zwischen **Primär- und Sekundärinsidern** zu unterscheiden. Ein Sekundärinsider darf die Information weitergeben, sie aber nicht verwerten. Dies sollte im Wortlaut des Rundschreibens präzisiert werden.

Auch bedarf es u.E. der **Ergänzung des Katalogs zulässiger Transaktionen** (Abschnitt 3.4, Randziffern 19-23) durch folgende Beispiele noch zu ergänzen:

- **„Transaktionen aufgrund von verbindlichen Verträgen, die ohne das Wissen von vertraulichen und preissensitiven Informationen abgeschlossen wurden“,**
- **„Transaktionen aufgrund von bestehenden Aufträgen, die ohne das Wissen von vertraulichen und preissensitiven Informationen erteilt wurden“,**
- **„Transaktionen im Rahmen eines schriftlich vereinbarten 'Trading Plan'“.**

3. Zu weiteren Bestimmungen

Randziffer 1

Die Bezugnahme auf Art. 6 BEHG scheint uns aufgrund seines Zwecks hier nicht angebracht. Jene Bestimmung des Börsengesetzes konkretisiert zwar den Funktionsschutz nach Art. 1 BEHG und den Grundsatz der Selbstregulierung nach Art. 4 BEHG. Doch geht es dort um Aufgaben der Börsenaufsicht durch die Börsen selber, nicht durch die EBK als Aufsichtsbehörde. Die vorliegenden Regeln umschreiben einzig Tatbestände, welche durch die Börsen zu überwachen sind.

Randziffer 5 und 8

Der Geltungsbereich des Rundschreibens hat sich an jenen des Börsengesetzes zu halten.

- Deshalb wären in Randziffer 5 die Worte „oder zum Handel zugelassen sind“ zu streichen (weil sie die in der Schweiz zugelassenen, aber in London an der virt-x gehandelten Titel betreffen, für welche die englische Marktaufsicht gilt).
- Randziffer 8 ist entsprechend wie folgt zu straffen: „Als schweizerische Märkte gelten regulierte Börsen und börsenähnliche Einrichtungen ~~sowie andere Organisationsformen~~ mit Sitz in der Schweiz nach dem Börsengesetz, welche die Abwicklung von Effektengeschäften anbieten.“

Randziffer 6

Der Einschluss aller prudenziell überwachten Finanzintermediäre führt zu Anwendungsproblemen. Um sie zu vermeiden, sollte sich das Rundschreiben ausschliesslich an Effekthändler im Sinn des Börsengesetzes wenden.

Randziffer 7

- Es sollte genügen, wenn die Standards der Corporate Governance „in angemessenen Zeitabständen“ überprüft werden (statt „laufend“).
- Auch sollte klargestellt sein, dass ein Finanzintermediär bzw. Effekthändler nicht verantwortlich ist für ein gemäss diesem Rundschreiben verpöntes Verhalten seiner Gegenparteien oder Kunden, deren Transaktionen über ihn (als Effekthändler) abgewickelt werden.

Randziffer 11-12

- Der Begriff „vertraulich“ sollte durch „nicht öffentlich“ ersetzt werden, was z.B. den Vorschriften der SWX zur Ad-hoc-Publizität oder der EU-Richtlinie zum Marktmissbrauch entspricht.

Randziffer 14

Der Begriff „erheblich“ erscheint uns zu unklar, gerade auch im Hinblick auf die anzustrebende Rechtssicherheit.

- Wir ersuchen Sie, eine nähere Umschreibung in Betracht zu ziehen, beispielsweise: „Erheblich wird ein Kurs beeinflusst, wenn die Kursveränderung einen Investor mit durchschnittlichem Marktverständnis dazu veranlasst, Investitionen zu tätigen bzw. Positionen zu schliessen, oder sie von längerer Dauer ist.“

Randziffer 19

Der Zusatz „nachweislich“ macht keinen Sinn, denn falls eine derartige Transaktion ohne Kenntnisse durchgeführt wurde, fehlt i.d.R. auch die entsprechende Dokumentation.

- Wir ersuchen Sie, das Wort „nachweislich“ zu streichen.

Randziffer 24 und 25

- Randziffer 24 gehört systematisch zu Randziffer 10 und wäre dorthin zu verschieben.
- Die Worte „bewusste Verbreitung“ sollten ersetzt werden durch „Verbreitung wider besseres Wissen“ oder „absichtliche Verbreitung“.
- Auf Randziffer 25 liesse sich ohne Verlust an Informationsgehalt verzichten, weil das Entsprechende schon in Randziffer 16 enthalten ist.

Randziffer 26

Der Tatbestand der Marktmanipulation kann nur absichtlich erfüllt werden.

- Wir ersuchen Sie, den ersten Satz wie folgt zu ergänzen: „Marktmanipulation begeht, wer absichtlich durch Scheingeschäfte ...“.

Randziffer 27

- Bei der Definition der Scheingeschäfte sind die Worte „wirtschaftlich Berechtigten“ zu ersetzen durch „Personen“.

Randziffer 28

- Wir bitten Sie, den letzten Satz zu streichen. Eine Bezugnahme auf das Zivilrecht gehört u.E. nicht in dieses Rundschreiben. Sonst müsste an zahlreichen weiteren Stellen eine Referenzierung erfolgen.

Randziffer 29

- Satz 1 wäre z.B. wie folgt zu präzisieren: „Transaktionen, die allein oder hauptsächlich darauf abzielen, andere Marktteilnehmer zu Transaktionen zu bewegen oder den Preis von Effekten oder von davon abgeleiteten Derivaten zu bewegen, um durch entgegengesetzte Transaktionen Gewinne zu realisieren oder Verluste zu vermeiden, sind missbräuchlich“.

Randziffer 32^{bis}-36

Der Randziffer nach 32 fehlt die Nummer; sie ist hier als 32^{bis} nummeriert.

- Hier wäre das Wort „Absicht“ im Ingress (Randziffer 32^{bis}) zu streichen und dafür in den Randziffern 33-35 einzufügen (wie in Randziffer 36).
- Es diene zudem der Übersicht, die im Abschnitt 4.4 aufgeführten Erscheinungsformen direkt in die entsprechenden Ausführungen zu integrieren (Abschnitte 4.1-4.3).
- Wir ersuchen Sie, den Begriff „Wash Trades“ zu streichen, weil er im angelsächsischen Raum nicht die gleiche Bedeutung hat wie im Rundschreiben. Dieses sollte sich u.E. auf den Begriff des Scheingeschäfts beschränken.
- In Randziffer 34 sollte der Begriff der „unzulässigen Matched Orders“ durch „Improper Matched Orders“ ersetzt werden, damit die Begriffe einheitlich mit der SWX Verwendung finden (vgl. SWX-Weisung Nr. 22).
- Ebenfalls in Randziffer 34 kann es bei der Meldung an die SWX nur darum gehen, dass diese über die Art der Offenlegung der Volumina entscheidet, nicht jedoch darüber, ob eine solche Transaktion erlaubt ist. Sonst müsste die Entscheidkompetenz klarer definiert werden. Dann wäre allerdings auch zu bedenken, dass eine solche Bewilligungspflicht zulässige Matched Orders wegen des grossen Zeitbedarfs praktisch verunmöglichte.
- Wir bitten Sie, Randziffer 35 zu streichen. Ausserdem wird „Ramping“ gelegentlich als „Marking the Close“ beschrieben. Aufgrund der unterschiedlichen Verständnisse dieser englischen Ausdrücke sollte auf sie verzichtet werden.

Randziffer 38

- Die Beschränkung von Massnahmen zur Preisstabilisierung auf einen im Voraus bestimmten Zeitraum ist nicht immer möglich. Entsprechend sollte diese Einschränkung gestrichen werden. Auch hat die EBK keine gesetzliche Grundlage zur Regulierung des Primärmarktes.

Randziffer 39 und 40

- Satz 2 sollte wie folgt neu formuliert werden: „Market Maker stellen sicher, dass während der Handelszeit eines jeden Börsentages in den betreuten Effekten die Preisspanne zwischen Geld- und Briefkurs bestimmte Maximalwerte nicht überschreitet. Die Definition des Market Making richtet sich nach den jeweiligen Börsenregeln.“
- Der Zweck von Abschnitt 4.6 erscheint unklar; wir ersuchen Sie, die Randziffern 39 und 40 zu streichen.

Randziffer 44

- Diese Randziffer stellt eine überflüssige Wiederholung dar und sollte unter Bezugnahme auf Abschnitt 3.2 gestrichen werden.

Randziffer 46

- Wir bitten Sie, die Worte „oder eine Inkaufnahme“ zu streichen, da sie im Widerspruch zum ersten Paragraphen stehen („wider besseres Wissen“).

Randziffer 49-50

- Diese Randziffern sollten ersatzlos gestrichen werden.

Randziffer 52-64

- Unter Bezugnahme auf die vorstehenden Ausführungen zu Abschnitt 6 schlagen wir Ihnen folgende Formulierung vor: „Ebenso marktmissbräuchlich sind nachstehend aufgeführte Verhaltensweisen ...“
Wenn entgegen unserem Vorschlag Abschnitt 6 nicht gestrichen oder die Variante der abschliessenden Aufzählung gewählt werden sollte, bitten wir Sie, folgende Änderungsvorschläge zu berücksichtigen:
 - „Allgemein sind die Ausführungen zu den Themen der Verhaltensregeln (Front Running, Kursschnitt) auf eine generelle Bezugnahme zu kürzen.
 - Wenn dem vorliegenden Antrag nicht gefolgt würde, wäre in Randziffer 56 zu umschreiben, was unter der Übernahme eines Kursrisikos zu verstehen ist.
 - In Randziffer 59 stellt sich die Frage, ob Abschnitt 4.5 hier ebenfalls zur Anwendung kommt.
 - „Stop Order Fishing“ ist hier in einer irreführenden Weise umschrieben. Es darf nicht verboten sein, ohne Vorliegen eines manipulativen Verhaltens von einem neuralgischen Kurswert zu profitieren. Auch hier sollte grundsätzlich darauf verzichtet werden, die Begriffe parallel in den Regeln und im Glossar zu umschreiben.
 - Das in Randziffer 64 behandelte „Parking“ wird international anders umschrieben. „Parking refers to an illegal practice whereby ownership of stock is concealed, and disclosure requirements circumvented, by holding stock in the name of conspiring party.“ Wir ersuchen Sie daher, die Klammerbemerkung zu streichen.

Randziffer 67

- Diese Randziffer sollte gestrichen werden, weil sie bloss Randziffer 65 wiederholt .

Randziffer 69

- Es ist sinnwidrig, mögliche Missbräuche den Kunden offen legen zu müssen. Wir ersuchen Sie, den Begriff „Missbräuche“ zu streichen; „Benachteiligungen“ genügt.

Randziffer 70 ff.

Hier fragen wir uns, ob diese Vorschriften über Chinese Walls bei andern Finanzintermediären als Effekthändlern (etwa bei Vertriebsträgern) tatsächlich zur Anwendung kommen sollen.

Randziffer 75

- Die Worte „von funktionierenden bzw. nicht ausser Kraft gesetzten“ sind, da überflüssig, zu streichen.

Randziffer 76

- Diese Randziffer ist wie folgt zu ergänzen: „Auch Kundengeschäfte in den betreffenden Effekten bleiben möglich, sofern sie auf ~~ausdrücklichen Kundenaufträgen beruhen~~ Initiative des Kunden oder im Rahmen von Beratungen ausserhalb des Vertraulichkeitsbereichs erfolgen.“

Randziffer 77

Diese Bestimmung ist viel zu offen gefasst; ihre Voraussetzungen könnten faktisch bei allen Transaktionen zutreffen.

- Wir ersuchen Sie, die Anwendbarkeit dieser Ausnahmebestimmungen in Sanierungsfällen von einer gewissen Tragweite klarer einzugrenzen. Was bedeutet ausserdem „übergeordnete Interessenkonflikte“, „Unternehmen insgesamt“ oder „unternehmensweit“? Diese Begriffe sollten präzisiert werden.

Randziffer 81

- Hier dürfte sich ein Fehler eingeschlichen haben. Die „Restricted List“ enthält gerade nicht vertrauliche und preissensitive Informationen; das ist entsprechend zu korrigieren. Zudem ist nicht nachvollziehbar, warum vorgeschrieben werden muss, die betreffenden Restriktionen aufzunehmen. Solche Details wären dem Konzept des jeweiligen Instituts zu überlassen. Wir bitten Sie deshalb, den zweiten Satz zu streichen.

Randziffer 84

- Die Regelung der Eigengeschäfte von Mitarbeitenden kann die Aufdeckung eines Missbrauchs nicht „gewährleisten“. Wir bitten Sie deshalb, den Begriff „gewährleistet“ durch „ermöglicht“ zu ersetzen.
- Zudem ist auch der Mitarbeitende ein Kunde; höhere Anforderungen rechtfertigen sich für seine Aktivität als Privatperson ausserhalb der Insiderprävention nicht. Solche Überwachungsmassnahmen verursachen beträchtliche Zusatzkosten. Wir bitten Sie, den letzten Satz zu streichen.

Randziffer 85-89

- Dieser Teil entspricht den geplanten Zuteilungsrichtlinien unserer Vereinigung für den Emissionsmarkt. Wir zögen es vor, ihn zu streichen oder auf einen schlichten Verweis zu beschränken. Denn auch hier verfügt die EBK u.E. über keine Zuständigkeit, da es sich um den Primärmarkt handelt.
- Zu Randziffer 89 gibt u.W. keine vergleichbaren Regelungen im Ausland. Die Bestimmung sollte als unverhältnismässig entfallen.

Randziffer 91

- Diese Regelung betreffend die Gleichzeitigkeit der Information aller Empfänger einer Analyse inner- und ausserhalb der Bank widerspricht den Richtlinien unserer Vereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse. Dort ist eine Differenzierung nach Empfängergruppen zulässig (Ziff. 24 der Richtlinien). Sie wäre u.E. den Richtlinien anzupassen.

Randziffer 92

- Die Worte „zu veröffentlichen sollten ersetzt werden durch „offen zu legen“.

Randziffer 94 und 96

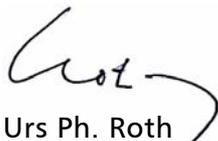
- Wir betrachten eine Aufbewahrungsfrist von zwei Jahren für Telefonaufzeichnungen als zu lang und regen an, sie auf sechs Monate zu beschränken. Eine Frist von zwei Jahren wäre mit beträchtlichen Zusatzkosten verbunden. Auch international sind zwei Jahre nicht üblich (UK: sechs Monate, USA: keine Regel, Hong Kong: drei Monate, Deutschland: drei Monate, Australien: drei Monate, Singapur: zwei Monate).
- Zudem sollte auf die Erwähnung des Zirkulars der Schweizerischen Bankiervereinigung mit Blick auf die Gesetzesänderung verzichtet werden.
- Randziffer 95 sollte mit Randziffer 96 vereint und gekürzt werden, da beide dieselbe Thematik behandeln.

Randziffer 97

- Die Bezugnahme auf die Journalführungspflicht erscheint im vorliegenden Zusammenhang fremd. Wir bitten Sie, diese Randziffer zu streichen.

Wir hoffen, dass Sie unseren Überlegungen Verständnis entgegenbringen können, und bleiben

mit freundlichen Grüssen
Schweizerische Bankiervereinigung


Urs Ph. Roth


Christoph Winzeler