



VERBAND SCHWEIZERISCHER VERMÖGENSWERWALTER (VSV)  
ASSOCIATION SUISSE DES GÉRANTS DE FORTUNE (ASG)  
ASSOCIAZIONE SVIZZERA DI GESTORI DI PATRIMONI (ASG)  
SWISS ASSOCIATION OF ASSET MANAGERS (SAAM)

**Per E-Mail und LSI**

Eidgenössische Bankenkommission  
Börsen/Märkte  
z.H.v. Herrn Marcel Aellen  
Schwanengasse 12  
Postfach  
3001 Bern

Gsch. Nr.	
Dok. Nr.	
Eingang:	15. Jan. 2008
	16007
SB: AEN	Registator:
Kopie an:	

Zürich, 14. Januar 2008

**Anhörung Entwurf Rundschreiben „Aufsichtsregeln zum Marktverhalten“**

Sehr geehrte Damen und Herren

Wir nehmen Bezug auf das Schreiben Ihrer Behörde vom 12. November 2007, mit welchem Ihre Behörde die interessierten Kreise einlädt, sich zu einem überarbeiteten Entwurf zum Rundschreiben „Aufsichtsregeln zum Marktverhalten“ vernehmen zu lassen.

Von dieser Gelegenheit machen wir gerne wie folgt Gebrauch:

**I. Grundlegende Bemerkungen**

1. Die Straffung, Versachlichung und Beschränkung auf die wesentlichen Punkte des neuen Rundschreibenentwurfes wird vom VSV grundsätzlich begrüsst. Dies gilt insbesondere für die Abkehr vom reinen Verbotsprinzip und die Hinwendung zu so genannten Safe Harbour Rules. Damit wird grundsätzlich positive Rechtssicherheit geschaffen.

**II. Verhältnis zur Selbstregulierung**

2. Nach dem geltenden Recht ist die Marktverhaltensordnung im wesentlichen durch die Regulierung der Börsen, über welche die Effekthändler Geschäfte tätigen, sowie durch die Selbstregulierung der Schweizerischen Bankiervereinigung und der Swiss Funds Association bestimmt.

Die entsprechenden Regelungen in den von der EBK als regulatorischer Mindeststandard anerkannten Selbstregulierungswerke sind (mit Ausnahme der Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse) in Fragen des Marktverhaltens eher rudimentär.

3. Materiell werden diverse Selbstregulierungswerke (namentlich die Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft und die Verhaltensregeln für Effekthändler) teilweise überholt. Diese Selbstregulierungswerke verlieren hier ihren Charakter als regulatorischer Mindeststandard.
4. Bleiben die Bestimmungen zum Geltungsbereich des Rundschreibens unverändert (vgl. dazu aber die nachfolgenden Ausführungen), so werden diese Selbstregulierungswerke teilweise ausser Kraft gesetzt. Im Hinblick auf die Konsistenz des Aufsichtsrechts sollten parallel zur Inkraftsetzung des Rundschreibens auch entsprechende Anpassungen an den einschlägigen Selbstregulierungswerken veröffentlicht und in Kraft gesetzt werden.
5. Dies gilt insbesondere auch für den Entwurf zu Verhaltensregeln für Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen der Swiss Funds Association (Rz. 8 und 10), der zur Zeit bei der EBK zur Genehmigung liegt.

### **III. Bemerkungen zu einzelnen Bestimmungen des Rundschreibenentwurfes**

1. **Geltungsbereich (Abschnitt II) – Geltungsbereich und grundsätzlicher Geltungsbereich?**
6. Nicht optimal gelungen erscheint uns die Bestimmung zum Geltungsbereich des Rundschreibens. Rz. 4 legt zwei verschiedene Geltungsbereiche fest: Einerseits den Geltungsbereich an sich (d.h. für Effekthändler unter Einschluss der Banken mit Zulassung als Effekthändler); andererseits einen „grundsätzlichen Geltungsbereich“ für nur dem BankG (Banken ohne Effekthändlerstatus) bzw. dem KAG unterstellte Institute.

Dabei ist aufgrund von Rz. 4 zu vermuten, dass alle dem KAG unterstellten Institute in den „grundsätzlichen Geltungsbereich“ des Rundschreibens fallen sollen.

7. Nicht wesentlich weiter hilft in diesem Zusammenhang Rz. 5 des Rundschreibenentwurfes: Ohne Bezugnahme auf den Begriff des „grundsätzlichen Geltungsbereiches“ wird darin festgehalten, dass die Abschnitte III bis VI für Ban-

ken ohne Effekthändlerstatus und für „Vertreter und Bewilligungsträger nach dem Kollektivanlagengesetz“ Geltung haben sollen.

Nach dem KAG bedürfen einer Bewilligung der Aufsichtsbehörde alle in Art. 14 Abs. 2 KAG genannten Institute. Insbesondere betrifft dies auch die Vertriebsträger und die Vermögensverwalter von schweizerischen kollektiven Kapitalanlagen. Zu den Bewilligungsträgern nach dem KAG gehören damit auch Institute, die nicht einer prudentiellen Aufsicht durch die EBK unterstehen, und deren von der EBK bewilligte (Vertrieb von Anteilen an Kollektivanlagen) in keinem Zusammenhang mit dem Regulierungsgehalt des Rundschreibens stehen.

8. Konkret betroffen von einem derart weiten Geltungsbereich des Rundschreibens wären insbesondere die unabhängigen Vermögensverwalter, die über eine Bewilligung zum Vertrieb von Anteilen an Kollektivanlagen verfügen, während ihre Wettbewerber, die über keine solche Bewilligung verfügen, dem Rundschreiben nicht unterstehen würden.
9. Ähnliches gilt für die Vertreter von ausländischen Kollektivanlagen. Deren bewilligte Tätigkeit steht in keinem Zusammenhang zu Effektenhandelstätigkeiten. Es ist aus diesem Grund auch nicht sinnvoll und zweckmässig, allfällige Nebentätigkeiten (z.B. als unabhängige Vermögensverwalter) in den Geltungsbereich des Rundschreibens zu erfassen.
10. Gerechtfertigt erscheint uns dagegen die Erfassung der Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen. Im Hinblick auf die Gleichbehandlung mit Kollektivanlagen, welche die Vermögensverwaltung selbst ausüben (Fondsleitungen, selbst verwaltete SICAV und SICAF), ist deren Erfassung im Geltungsbereich des Rundschreibens sinnvoll und richtig.

Da die Organisationsvorschriften des Rundschreibens (Abschnitt VII) auf Effekthändler im Sinne des BEHG ausgerichtet sind, sollen diese jedoch davon ausgenommen werden.

11. Rz. 5 legt sodann fest, dass die Abschnitte III bis VI von Banken ohne Effekthändlerstatus sowie die Bewilligungsträger nach dem KAG bei Effektengeschäften für eigene Rechnung zu beachten sind.

Diese Bestimmung ist, soweit sie auf Banken, die keinen Kundenhandel betreiben, Anwendung finden soll, noch nachvollziehbar. Weshalb sie bei den Bewilligungsträgern nach dem KAG, welche – in eigenem (Fondsleitungen, selbst verwaltete SICAV) oder fremdem (Vermögensverwalter, Fondsleitungen

bei der Verwaltung von nicht selbst aufgelegten Kollektivanlagen und anderen Vermögen) Namen - Effektenhandelsaufträge an Broker und Banken erteilen, nur für den Eigenhandel gelten sollen, lässt sich dagegen nur mit der einschlägigen Selbstregulierung erklären, welche die gleichen Themenbereiche für die Vermögensverwaltung von Kollektivanlagen ebenfalls erfasst (vgl. Entwurf Verhaltensregeln für Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen der Swiss Funds Association, Rz. 8 und 10).

Nach unserer Auffassung sind die entsprechenden Bestimmungen allerdings zu wenig präzise und griffig. Nach unserer Auffassung müsste der Geltungsbereich des Rundschreibens auf diejenigen Bewilligungsträger nach dem KAG, welche – durch Intermediation zugelassener Effekthändler – aktiv an den Effektenmärkten teilnehmen, auch mit Bezug auf die für Rechnung von Kunden getätigten Geschäfte ausgedehnt werden.

Die Zulassung von in der Schweiz ansässigen Vermögensverwaltern von kollektiven Kapitalanlagen müssen aus Gründen der Angemessenheit – und damit der Anerkennungsfähigkeit – der schweizerischen Aufsicht im (EWR-)Ausland dem „Marktaufsichtsregime“ unterstellt sein<sup>1</sup>.

12. Aus diesen Überlegungen schlagen wir folgenden neuen Wortlaut von Rz. 4 und 5 des Rundschreibens vor:

Rz. 4:

„Dieses Rundschreiben gilt für alle nach dem Börsengesetz regulierten Effekthändler.“

Rz. 5:

„Banken ohne Effekthändler-Status haben bei Effektengeschäften für eigene Rechnung die Regeln der Ziff. III bis VI zu beachten. Bewilligungsträger nach Art. 13 Abs. 2 Bst. a, b, c, d und f sowie Art. 13 Abs. 4 KAG haben bei Effektengeschäften für eigene und fremde Rechnung die Regeln der Ziff. III bis VI zu beachten. Diese Anforderungen stützen sich auf das Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit (Art. 3 Abs. 2 Bst. c BankG, Art. 14 Abs. 1 Bst. a KAG).“

---

<sup>1</sup> Die EU-Marktmissbrauchsrichtlinie gilt explizit auch für Wertpapierfirmen, zu denen auch die Vermögensverwalter von kollektiven Kapitalanlagen zu zählen sind. (Art. 1 Ziff. 3 der Richtlinie 2004/72/EG).

## 2. Verwendung von vertraulichen und preissensitiven Informationen (Abschnitt III) – Ein Informationsproblem?

13. Das Rundschreiben enthält keine Definition des Begriffs der Information. Das ist insoweit nicht weiter erstaunlich, denn es existiert bis heute kein allgemein anerkannter Informationsbegriff.

Allerdings schafft das Rundschreiben drei Kategorien von Informationen, gestützt auf welche Handelsentscheidungen für Effekte grundsätzlich zulässig sein sollen:

- a) Die allgemein zugängliche oder veröffentlichte Information über Emittenten und Effekten;
  - b) Die aus allgemein zugänglichen oder veröffentlichten Informationen über Emittenten und Effekten abgeleiteten Informationen, welche wiederum allgemein zugänglich bzw. veröffentlicht oder proprietär sein kann;
  - c) Gerüchte, mit Ausnahme der selbst in die Welt gesetzten, um sich darauf zu berufen.
14. Alle anderen Informationen werden als vertraulich eingestuft. Sie dürfen Handelsentscheidungen nur zugrunde gelegt werden, soweit sie nicht preissensitiv sind.
15. Informationen, die nicht Handelsentscheidungen zugrunde gelegt werden dürfen, unterliegen auch einem Weitergabeverbot.
16. Dieses Konzept ist grundsätzlich sinnvoll. Leider ist seine sprachliche Darstellung in den Rz. 6 bis 12 des Rundschreibenentwurfes alles andere als gelungen. Entsprechend müssten diese Randziffern sprachlich grundlegend überarbeitet werden. Als Orientierungshilfe für eine Neu-Formulierung mögen die vorstehenden Ausführungen dienen.
17. Dabei ist insbesondere auch festzuhalten, dass als abgeleitete Information jegliche Information gilt, welche sich aus allgemein zugänglicher bzw. veröffentlichter Information, aus proprietärer abgeleiteter Information, aus Gerüchten oder aus nicht preissensitiver, vertraulicher Information (im Sinne der Definition nach Rz. 8 des Rundschreibenentwurfes) erschliesst.
18. Begrüsst werden die nicht abschliessend enumerierten Safe Harbours sowie das explizite Scalping-Verbot.

### 3. Echtes Angebots- und Nachfrageverhalten

19. Grundsätzlich sind die dargestellten unerlaubten und erlaubten Marktpraktiken zu begrüßen. Allerdings verfehlt der Rundschreibenentwurf sein Ziel, die aufsichtsrechtliche Marktverhaltensordnung hinreichend genau zu bestimmen, wenn er sich darauf beschränkt, die objektiv erlaubten und unerlaubten Marktpraktiken darzustellen. Adressaten des Rundschreibens sind die beaufsichtigten Institute, und nicht die Gesamtheit der Investoren.

20. Demnach richten sich die im Rundschreibenentwurf enthaltenen Verbote an die vom Rundschreiben erfassten Institute. Dies bedeutet auf jeden Fall, dass sie beim Eigenhandel dafür zu sorgen haben, dass keine unerlaubten Marktpraktiken verfolgt werden.

Keine Aussage lässt sich jedoch dem Rundschreiben dazu entnehmen, wie sie sich im Bereich des Kundenhandels zu verhalten haben.

21. Offensichtlich dürfte sein, dass die vorsätzliche Teilnahme bei der Durchführung von Effektenhandelsgeschäften, welche unerlaubte Marktpraktiken einsetzen, sich nicht mit dem Gewährserfordernis verträgt.

Ebenso klar dürfte aber sein, dass ein vom Rundschreiben erfasstes Institut keine Erfolgshaftung dafür übernehmen muss, dass seine Kunden (insbesondere auch solche, die nicht der aufsichtsrechtlichen, sondern bloss der strafrechtlichen Markordnung unterstehen) keine Marktpraktiken einsetzen, welche das Institut nicht einsetzen darf.

22. Im diesem Sinne hat das Rundschreiben ausdrücklich festzuhalten, dass sich die diesbezüglichen Sorgfaltspflichten der Institute in den in Abschnitt VII festgelegten Organisationspflichten erschöpfen bzw. die nur teilweise dem Rundschreiben unterstellten Institute (vgl. Rz. 5 des Rundschreibenentwurfes) nur die für sie nach den jeweils anwendbaren, anderen Aufsichtsgesetzen festgelegten Organisationspflichten einzuhalten haben.

Darauf wird unter den Bemerkungen zum Abschnitt VII nochmals eingegangen.

#### 4. Treu und Glauben

23. Das Rundschreiben zu den Marktverhaltensregeln sollte sich auf die zu regelnde Materie beschränken. Entsprechend sollte das Rundschreiben um Regelungen des Verhaltens gegenüber den Endkunden erleichtert werden.

Deshalb ist der erste Satz von Rz. 39 zu streichen. Die Rz. 38 und 29 können in einem Satz zusammengefasst werden.

Ferner ist Rz. 40 zu streichen. Dieses Thema gehört nicht zu Marktverhaltensregeln, sondern ausschliesslich zu den Treuepflichten gegenüber den Kunden.

24. Das Verbot des Front- und/oder Parallel-Running (vgl. Rz. 41 Rundschreibenentwurf) ist in den Verhaltensregeln für Effekthändler der Schweiz. Bankiervereinigung nur im Rahmen der Verhaltenspflichten gegenüber den Kunden erfasst. Das vorliegende Rundschreiben übernimmt das entsprechende Verbot als Verhaltenspflicht gegenüber dem Markt. Entsprechend sollte der Hinweis auf die Verhaltensregeln für Effekthändler in Rz. 41 gestrichen werden.

25. Das Verbot des Snake Trading (Rz. 42) ist sachgerecht.

#### 5. Organisationspflichten von Effekthändlern

26. Auf eine Vernehmlassung zu den nur die Effekthändler betreffenden Organisationspflichten nach dem Abschnitt VII wird verzichtet.

Abschliessend möchten wir uns nochmals für die uns gebotene Gelegenheit, uns zum Entwurf des Rundschreibens „Aufsichtsregeln zum Marktverhalten“ vernehmen zu lassen, bedanken. Wir stehen Ihnen gerne auch weiterhin zur Verfügung, um die vorstehenden Ausführungen vertieft zu erläutern und zu vervollständigen.

Mit freundlichen Grüssen

**Verband Schweizerischer  
Vermögensverwalter (VSV)**



RA lic.iur. Philipp Stamm  
Leiter Geschäftsstelle Zürich  
Mitglied der Geschäftsleitung SRO



RA lic.iur. Alexander Rabian

Vorsitzender der Geschäftsleitung SRO