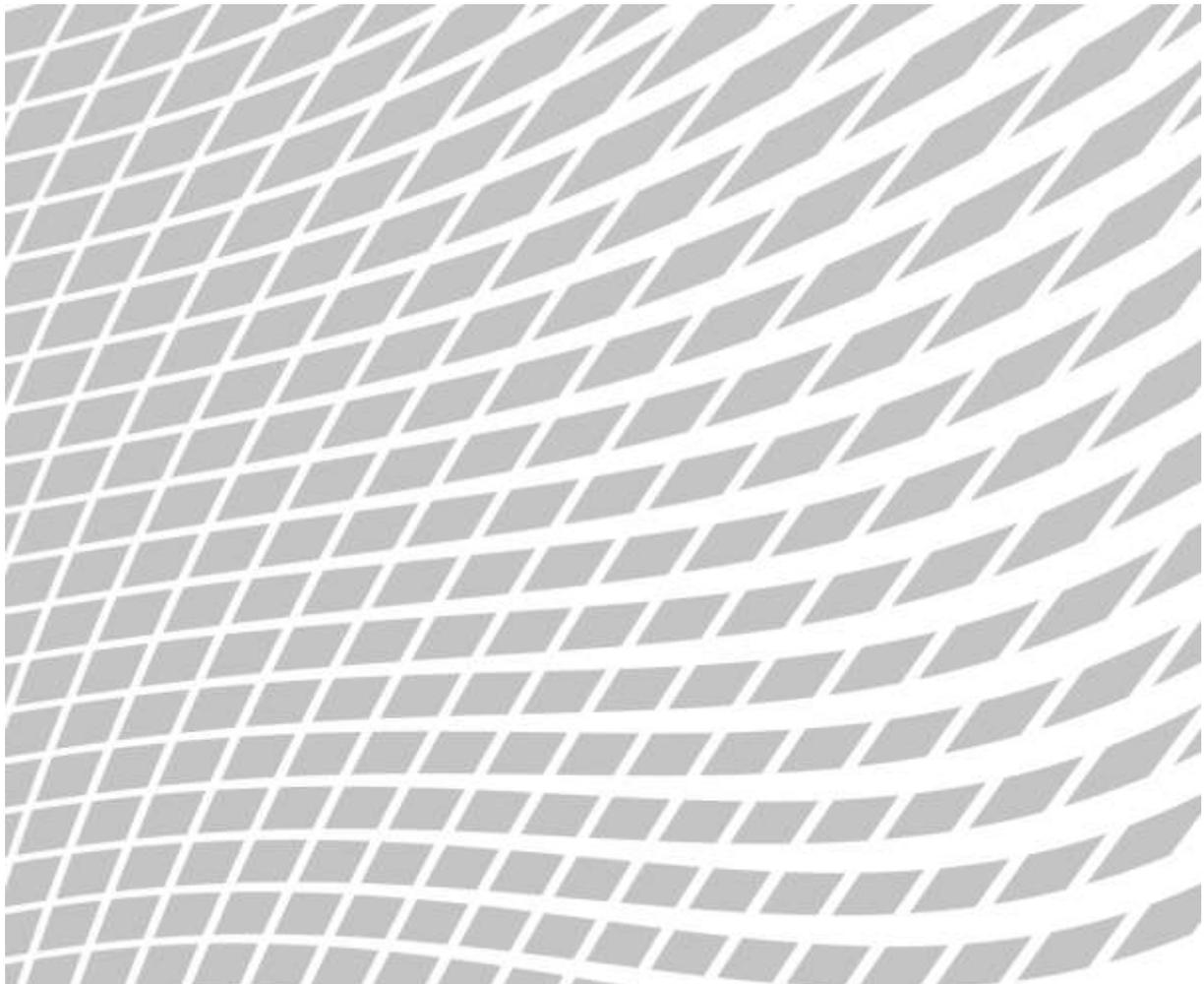


29. August 2013

FINMA-Rundschreiben 2013/08 "Marktverhaltensregeln"

Bericht der FINMA über die Anhörung vom 27. März bis zum 13. Mai 2013 zum totalrevidierten Rundschreiben "Marktverhaltensregeln"



Inhaltsverzeichnis

1	Einleitung	7
2	Eingegangene Stellungnahmen	7
3	Ergebnisse der Anhörung und Beurteilung durch die FINMA	8
3.1	Grundsätzliches zum Anhörungsergebnis	8
3.2	Rechtsgrundlage	9
3.3	Zweck	9
3.4	Geltungsbereich	9
3.4.1	Allgemeine Marktaufsicht	9
3.4.2	Ausnahme von Gruppen und Konglomeraten	10
3.4.3	Unterscheidung zwischen direkt unterstellten bzw. einer Selbstregulierungsorganisation angeschlossenen Finanzintermediären	10
3.5	Art. 2 Bst. f Börsengesetz: Insiderinformation.....	11
3.5.1	Generelle Bemerkungen.....	11
3.5.2	Unternehmensexterne Tatsachen	11
3.5.3	Pläne, Aussichten, Absichten und Gerüchte	12
3.5.4	Finanzanalysen.....	14
3.5.5	Marktteilnehmer	15
3.5.6	Kursrelevanz.....	16
3.5.7	Vertraulichkeit	16
3.6	Art. 33e Börsengesetz.....	17
3.6.1	Front-, Parallel- und After-Running.....	17
3.6.2	Durchführung vorbestehender Entschlüsse	18
3.6.3	Empfehlung als Insiderinformation	18
3.6.4	Scalping	19
3.7	Art. 33f Börsengesetz.....	19
3.7.1	Irreführende Signale	19

3.7.2	Algorithmischer Handel	20
3.7.3	Beispielhafte Verhaltensweisen: Generelles	21
3.7.3.1	Painting the Tape.....	21
3.7.3.2	Wash Trades	22
3.7.3.3	Cornering, Parking und Squeeze	22
3.7.3.4	Beeinflussung von Rohwarenpreisen	23
3.7.4	Namentlich zulässige Effektengeschäfte und Verhaltensweisen	23
3.7.4.1	Aufnahme zusätzlicher Tatbestände	23
3.7.4.2	Arbitrage	25
3.8	Missbrauch in anderen Märkten.....	25
3.9	Organisationsvorschriften.....	26
3.9.1	Rechtsgrundlage.....	26
3.9.2	Kein One-size-fits-all-Ansatz	27
3.9.3	Praktische Fragen zur Risikoeinschätzung	28
3.9.4	Umgang mit marktmissbräuchlichen Geschäften.....	29
3.9.4.1	Abklärung, Verzicht auf Mitwirkung, GwV-FINMA-Vorbehalt	29
3.9.4.2	Meldepflicht nach Art. 29 FINMAG	30
3.9.5	Informationsbarrieren.....	30
3.9.5.1	Generelle Bemerkungen.....	30
3.9.5.2	Trennung von Insiderinformation und Entscheidfindung	31
3.9.6	Überwachung von Mitarbeitergeschäften	32
3.9.6.1	Wirtschaftliche Berechtigung und Vollmachten für Depots und Konti. 32	
3.9.6.2	Überwachung von Geschäften der Mitglieder des Verwaltungsrats ... 32	
3.9.6.3	Mitarbeiterkategorien	33
3.9.7	Watch List und Restricted List	34
3.9.8	Aufzeichnungspflichten.....	34
3.9.8.1	„Aufsichtsrechtlich relevante Sachverhalte“	34
3.9.8.2	Aufzeichnungspflichten für Mitarbeiter ausserhalb des Handelsraums und für private Mobiltelefone	35
3.9.9	Hochfrequenzhandel / Algorithmischer Handel	35
3.9.10	Prüfung	36

3.10	Weitere Neuerungen	37
3.10.1	Zulässigkeit eines VWAP-Handelssystems bei Rückkaufprogrammen	37
3.10.2	Preisstabilisierung bei öffentlicher Effektenplatzierung ohne Beteiligung der Emittentin.....	37
3.10.3	Verhalten während Handelsunterbrüchen	37
3.11	Übergangsbestimmungen	38
4	Regulierungsfolgenabschätzung	38
5	Weiteres Vorgehen.....	39

Abkürzungsverzeichnis

BankG	Bundesgesetz vom 8. November 1934 über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz; SR 952.0)
BankV	Verordnung vom 17. Mai 1972 über die Banken und Sparkassen (Bankenverordnung; SR 952.02)
BEHG	Bundesgesetz vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz; SR 954.1)
BEHV	Verordnung vom 2. Dezember 1996 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung; SR 954.11)
BEHV-FINMA	Verordnung vom 25. Oktober 2008 der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Börsen und den Effektenhandel (Börsenverordnung-FINMA; SR 954.193)
Botschaft	Botschaft zur Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 31. August 2011 (BBl 2011 6873)
DUFI	Direktunterstellte Finanzintermediäre i.S.v. Art. 2 Abs. 3 i.V.m. Art. 14 GwG
E-MAD	Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über strafrechtliche Sanktionen für Insider-Geschäfte und Marktmanipulation vom 20. Oktober 2011 (Entwurf Market Abuse Directive)
E-MAR	Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) vom 20. Oktober 2011 (Entwurf Market Abuse Regulation) in der Fassung des Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on insider dealing and market manipulation (market abuse) (MAR) – Validation of the provisional agreement with the European Parliament vom 5. Juli 2013
E-MiFID II	Richtlinie des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente zur Aufhebung der Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates (Neufassung, verabschiedet am 26. Oktober 2012)
E-MiFIR	Vorschlag der Europäischen Kommission für eine Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Märkte für Finanzinstrumente und zur Änderung der Verordnung (EMIR) über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister vom 20. November 2011

Entwurf	Anhörungsentwurf Rundschreiben 2013/xy "Marktverhaltensregeln" vom 27. März 2013
Erläuterungsbericht	Rundschreiben 2013/08 „Marktverhaltensregeln“, Erläuterungsbericht (Totalrevision des FINMA-RS 08/38)
FINMA	Eidgenössische Finanzmarktaufsicht
FINMAG	Bundesgesetz vom 22. Juni 2007 über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (Finanzmarktaufsichtsgesetz; SR 956.1)
GwG	Bundesgesetz vom 10. Oktober 1997 über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung im Finanzsektor (Geldwäschereigesetz; SR 955.0)
GwV-FINMA	Verordnung vom 8. Dezember 2010 der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Verhinderung von Geldwäscherei und Terrorismusfinanzierung (Geldwäschereiverordnung-FINMA; SR 955.033.0)
KAG	Bundesgesetz vom 23. Juni 2006 über die kollektiven Kapitalanlagen (Kollektivanlagengesetz; SR 951.31)
MiFID	Richtlinie 2004/39/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 21. April 2004 über Märkte für Finanzinstrumente
SRO	Selbstregulierungsorganisation
StGB	Schweizerisches Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937

1 Einleitung

Die am 1. Mai 2013 in Kraft getretene Revision des Börsengesetzes (BEHG; SR 954.1) und der Börsenverordnung (BEHV; SR 954.11) im Bereich der Börsendelikte und des Marktmissbrauchs macht eine Totalrevision des bisherigen FINMA-Rundschreibens 08/38 "Marktverhaltensregeln" notwendig.

Der Revisionsentwurf wurde von der FINMA seit Juli 2012 erarbeitet; vom 27. März 2013 bis zum 13. Mai 2013 fand eine Anhörung statt. Die Einladung zur Stellungnahme im Rahmen der Anhörung erfolgte auf der Website der FINMA und wandte sich an alle interessierten Kreise.

Das totalrevidierte Rundschreiben Marktverhaltensregeln enthält Ausführungen der FINMA zur Konkretisierung ihrer Aufsichtspraxis bei der Bekämpfung marktmissbräuchlichen Verhaltens und zu den Ausführungsbestimmungen der Börsenverordnung. Es richtet sich im Bereich der börsengesetzlichen Verbotsnormen an sämtliche Marktteilnehmer sowie im Bereich der Organisationsvorschriften an von der FINMA die prudentiell beaufsichtigen Personen. Das neue Rundschreiben tritt am 1. Oktober 2013 in Kraft.

2 Eingegangene Stellungnahmen

Im Rahmen der Anhörung gingen von folgenden Anhörungsteilnehmern Stellungnahmen ein, die zur Veröffentlichung bestimmt sind (Reihenfolge alphabetisch):

- Baker & McKenzie Zurich
- Bär & Karrer AG
- BX Berne eXchange
- CFA Society Switzerland (CFA)
- economiesuisse
- Groupe Mutuel
- Homburger AG
- Leu Nicolas
- Raiffeisen Schweiz
- Schweizerischer Versicherungsverband (SVV)
- SIX Exchange Regulation
- SIX Swiss Exchange AG
- Swiss Funds Association (SFA)
- SwissBanking
- SwissHoldings

- Treuhand-Kammer, Fachkommission Bankenprüfung
- Verband der Auslandsbanken in der Schweiz
- Verband Schweizerischer Vermögensverwalter (VSV)
- Vereinigung Schweizerischer Privatbankiers

3 Ergebnisse der Anhörung und Beurteilung durch die FINMA

3.1 Grundsätzliches zum Anhörungsergebnis

Die eingegangenen Stellungnahmen sind inhaltlich sehr heterogen und decken das Rundschreiben in seiner Gesamtheit ab. Insgesamt haben die Reaktionen einen positiven Grundtenor, auch wenn sie aufgrund des erweiterten Adressatenkreis sowohl der Verbotsnormen als auch der Organisationsvorschriften durchmischt ausgefallen sind. Generell ist festzustellen, dass viele Eingaben zu Begrifflichkeiten gemacht wurden, die bereits vom übergeordneten Recht festgelegt und im Rundschreiben Marktverhaltensregeln lediglich konkretisiert werden. Im Zuge der Bestrebungen um eine Verdichtung und Neustrukturierung wurden etliche Bestimmungen aus dem FINMA-RS 08/38 nicht in den Entwurf übernommen, die aufgrund entsprechender Stellungnahmen nun wieder eingefügt worden sind.

Die auf sämtliche Marktteilnehmer anwendbaren Bestimmungen des II. bis V. Kapitels des Rundschreibens erfordern ein sorgfältiges Austarieren der Regelungsdichte zwischen einfach verständlichen, schlanken Bestimmungen und detaillierten Ausführungen. Hier allen Adressaten gleichermaßen gerecht zu werden, ist unmöglich. Es konnten jedoch etliche der zahlreichen Vorschläge aufgenommen werden, wobei sich im Rahmen der Anhörung im Wesentlichen die mit dem Markt vertrauten Teilnehmer zu Wort gemeldet haben.

Zu den auf die Beaufsichtigten anwendbaren Kapiteln VI und VII gab es viele Voten von Beaufsichtigten, die bislang vom FINMA-RS 08/38 nicht betroffen waren. In diesem Zusammenhang ist es der FINMA wichtig klarzustellen, dass das Rundschreiben sich nicht allein mit den Marktverhaltensregeln befasst, sondern in diesem zweiten Teil den Beaufsichtigten auf der Basis der Gewährs- und Organisationsvorschriften eine Leitlinie geben will, wie sie ihre Eigenverantwortung im Bereich des Risikomanagements mit Blick auf die in den Kapiteln II bis V ausgeführten Verbotsnormen wahrnehmen und die diesbezüglichen Risiken minimieren können. Aus der Entstehungsgeschichte des Rundschreibens ergibt es sich, dass die Organisationsvorschriften ursprünglich dem Bankenbereich entstammen. Der risikobasierte Ansatz mit der Pflicht zu einer Risikoeinschätzung anhand der Art der Geschäftstätigkeit sowie der Grösse und Struktur eines Beaufsichtigten ermöglicht jedoch die massgeschneiderte Umsetzung dieser Pflichten durch alle Beaufsichtigten. Diese Pflichten sind im Übrigen auf der FINMA gemäss Geldwäschereigesetz direktunterstellte Finanzintermediäre, die nicht einer anerkannten Selbstregulierungsorganisation angeschlossen sind (DUFI, vgl. Art. 2 Abs. 3 i.V.m. Art. 14 GwG), nicht anwendbar. Schliesslich wurden in verschiedenen Punkten berechnete Hinweise auf zu weit gehende oder unpraktikable Definitionen berücksichtigt, ohne die wesentliche Stossrichtung der jeweiligen Bestimmungen aufzugeben.

3.2 Rechtsgrundlage

Stellungnahmen

SIX Exchange Regulation bezweifelt generell die Rechtsgrundlage des Rundschreibens und hält dieses für eine Rechts- statt einer Verwaltungsverordnung.

Würdigung

Das Rundschreiben ist kein generell-abstrakter Rechtsakt, sondern gibt wieder, wie die FINMA die neuen, übergeordneten Gesetzes- und Ordnungsbestimmungen auslegt und in ihrer Praxis anwenden will.

3.3 Zweck

Stellungnahmen

Bär & Karrer beantragt, das Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit solle ausdrücklich als Zweck des Rundschreibens erwähnt werden, da diese Vorschriften als gesetzliche Grundlage für die Erweiterung des Anwendungsbereichs der Regeln über Marktmissbräuche im Primärmarkt, mit ausländischen Effekten sowie in anderen Märkten verwendet werden.

Würdigung

Die fraglichen Bestimmungen werden bereits auf dem Titelblatt des Entwurfs unter Rechtsgrundlagen aufgeführt. Der Hinweis auf die Gewährsvorschriften wird neu in Rz 2 des revidierten Rundschreibens eingefügt.

3.4 Geltungsbereich

3.4.1 Allgemeine Marktaufsicht

Stellungnahmen

SwissBanking bringt vor, der Begriff der „als Marktteilnehmer auftretenden natürlichen und juristischen Personen“ bedürfe einer Konkretisierung. Zudem wird nach der gesetzlichen Grundlage gefragt.

Würdigung

Die Botschaft (S. 6888) spricht von einer Ausdehnung der aufsichtsrechtlichen Verbote von Insiderhandel und Marktmanipulation auf „sämtliche Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer“. In der Literatur wird das neue Regelungsgefüge gemeinhin als „allgemeine Marktaufsicht“ umschrieben. Die FINMA hat den Begriff „sämtliche Marktteilnehmer“ im Entwurf leicht konkretisiert. Von den Verbotsnormen ist grundsätzlich jede juristische oder natürliche Person betroffen, deren Verhalten gegen diese Normen

verstossen kann. Eine präzisere Umschreibung der Normadressaten von Art. 33e und 33f BEHG wäre vor diesem weiten Anwendungsfeld weder sachgerecht noch aus aufsichtsrechtlicher Perspektive zielführend. Auf dem Titelblatt des Entwurfs hat die allgemeine Marktaufsicht im Übrigen die Einfügung eines Kästchens „alle weiteren Marktteilnehmer“ unter dem Titel Börsengesetz zur Folge gehabt.

3.4.2 Ausnahme von Gruppen und Konglomeraten

Stellungnahmen

Der SVV beantragt, Gruppen und Konglomerate vom Anwendungsbereich des Rundschreibens auszunehmen. Würde das Rundschreiben auf ausländische Gruppengesellschaften ohne weitere Tätigkeiten mit Bezug zur Schweiz angewandt, bestehe die Gefahr einer extraterritorialen Anwendung schweizerischen Rechts.

Würdigung

Es ist nicht beabsichtigt, mit dem Rundschreiben die Anwendung schweizerischen Rechts zu exportieren. Bei Gruppen und Konglomeraten kommen die Kapitel VI und VII des Rundschreibens daher lediglich auf in der Schweiz domizilierte Dachinstitute sowie einzelne Gruppen- und Konglomeratsgesellschaften mit Sitz in der Schweiz zur Anwendung, soweit sich die FINMA für eine Gruppen- und Konglomeratsaufsicht zuständig erklärt hat. Die entsprechende Klarstellung wird in Rz 5 des revidierten Rundschreibens eingefügt.

3.4.3 Unterscheidung zwischen direkt unterstellten bzw. einer Selbstregulierungsorganisation angeschlossenene Finanzintermediären

Stellungnahmen

Die Vereinigung Schweizer Privatbankiers, SwissBanking und der Verband der Auslandsbanken monieren, es werde ohne Grund zwischen den der FINMA direkt unterstellten Finanzintermediären (DUFI) und den einer Selbstregulierungsorganisation (SRO) angeschlossenen Finanzintermediären unterschieden.

Würdigung

Der Gesetzgeber hat bei den Finanzintermediären eine zweigeteilte Aufsicht vorgesehen mit entsprechend unterschiedlichen Regulierungskompetenzen (SRO/FINMA). Für die von ihr direkt unterstellten Finanzintermediäre ist die FINMA befugt, in diesem Rundschreiben die Auswirkungen von Marktmissbrauch auf die Gewährsvoraussetzung klarzustellen (Art. 14 Abs. 2 Bst. c GwG). Für die SRO-Mitglieder sind gemäss Art. 25 GwG die SRO dafür verantwortlich, die Voraussetzungen für den Anschluss in ihrem Reglement zu präzisieren.

3.5 Art. 2 Bst. f Börsengesetz: Insiderinformation

3.5.1 Generelle Bemerkungen

Stellungnahmen

Etliche Anhörungsteilnehmer (SwissBanking, CFA, Baker & McKenzie, Raiffeisen, SIX Exchange Regulation) halten die Umschreibung des Begriffs der Insiderinformation für generell zu unscharf und der bisherigen Lehre und Praxis nicht gerecht werdend. SwissBanking und Raiffeisen beantragen eine Beibehaltung der im FINMA-RS 08/38 enthaltenen Definitionen. CFA möchte die Kumulation von Vertraulichkeit und Materialität einer Information als Charakteristikum der Insiderinformation ins Zentrum stellen und sich am international etablierten Begriff der „material non-public information“ orientieren. Baker & McKenzie schlägt vor, auf die Erläuterung des Begriffs der Insiderinformation zu verzichten. SIX Exchange Regulation weist schliesslich auf die Gefahr unterschiedlicher Umschreibungen der Insiderinformation in Straf- bzw. Aufsichtsrecht hin. Für Bär & Karrer darf der Begriff der Insiderinformation im totalrevidierten Rundschreiben keinesfalls weiter umschrieben werden als in der Richtlinie zur Ad-hoc-Publizität der SIX Swiss Exchange.

Würdigung

Die Aussagen des Rundschreibens zum Begriff der Insiderinformation sind eine zusammengefasste Kurzvariante, die deutlich weniger präzise ist, als es für eine umfassende Begriffsbeschreibung notwendig wäre. Allerdings ist das Rundschreiben nicht das Gefäss für eine ausführliche Auseinandersetzung mit Lehre und Rechtsprechung. Die Umschreibung soll vielmehr den Adressaten des Rundschreibens eine Leitlinie abgeben, was unter Insiderinformation im Bereich des Rundschreibens zu verstehen ist. Die Rezeption von Lehre und Rechtsprechung ersetzt sie nicht.

Auf die Stellungnahmen zu den verschiedenen Elementen wird nachfolgend einzeln eingegangen. Die FINMA weist jedoch vorab darauf hin, dass die Praxis zum Begriff der Insiderinformation im Strafrecht bzw. im Bereich der Regeln zur Ad-hoc-Publizität zwar im Aufsichtsrecht gegebenenfalls als Auslegungshilfe beigezogen werden können, aber mit jenen nicht zwingend übereinstimmen müssen. Die Verfahren zur Durchsetzung der verschiedenen Bestimmungen laufen vor verschiedenen Behörden ab und werden im Rechtsmittelverfahren von verschiedenen Gerichten beurteilt, weshalb sich berechtigterweise unterschiedliche Standards entwickeln und verschiedene Konzepte zur Anwendung gelangen können. Dies stellt die beteiligten Behörden vor erheblichen, gesetzlich im Übrigen vorgesehenen, Koordinationsbedarf, dessen konkrete Ausgestaltung sich in der Praxis erst einspielen muss. .

3.5.2 Unternehmensexterne Tatsachen

Stellungnahmen

SwissHoldings ist der Ansicht, die Qualifikation unternehmensexterner Sachverhalte als Insiderinformation widerspreche der Botschaft zur Revision des Börsengesetzes, dergemäss sich der Begriff der vertraulichen Tatsache an aArt. 161 StGB anlehne, der sich lediglich auf unternehmensinterne Tatsa-

chen bezogen hat. Im Zusammenhang mit Rz 12 des Entwurfs (Scalping) bringt SwissHoldings ferner vor, die Beschreibung unternehmensexterner Tatsachen sei zumindest für nicht der FINMA unterstellte Marktteilnehmer zu streichen. Auch Homburger und Bär & Karrer halten den pauschalen Einschluss unternehmensexterner Sachverhalte für problematisch.

Würdigung

Unternehmensexterne Sachverhalte können nach dem klaren Wortlaut von Art. 2 Bst. f BEHG auch Insiderinformationen darstellen. Zwar trifft es zu, dass die Botschaft zur Börsengesetzrevision (S. 6885 und 6899) zur Auslegung von Art. 2 Bst. f BEHG grundsätzlich auf Lehre und Rechtsprechung zu aArt. 161 StGB verweist. Dieser Grundsatz gilt hingegen nicht absolut: Zum einen darf eine Weiterentwicklung von Lehre und Rechtsprechung in diesem Bereich dadurch nicht verhindert werden, zum andern gelangen Abweichungen vom bisherigen Verständnis überall da bereits jetzt zur Anwendung, wo sie im Gesetzgebungsverfahren explizit thematisiert worden sind. Letzteres gilt insbesondere hinsichtlich der unternehmensexternen Tatsachen. Diesbezüglich hält dieselbe Botschaft (S. 6905) im Zusammenhang mit dem strafrechtlichen Tatbestand von Art. 40 BEHG fest, dass die Bestimmung auch Fälle erfasse, in denen der Insider Kenntnis von einer vertraulichen Information erhalte, die Umstände ausserhalb des Unternehmens betreffe, die für den Aktienkurs des Unternehmens jedoch von Bedeutung seien, beispielsweise das Auffinden neuer oder das Versiegen vorhandener Rohstoffquellen. Zudem erwähnt die Botschaft (S. 6902) im Rahmen der Ausführungen zu Art. 33f BEHG als verbotene Verhaltensweisen Front-, Parallel- und After-Running sowie Scalping explizit, was als weiterer Anhaltspunkt dafür gewertet werden kann, dass vom aufsichtsrechtlichen Insiderstatbestand auch unternehmensexterne Sachverhalte erfasst werden. Deutlich macht diese gesetzgeberische Intention auch das Votum von Bundesrätin Eveline Widmer-Schlumpf vor dem Nationalrat.¹ Im Übrigen wurden unternehmensexterne Sachverhalte bereits unter aArt. 161 StGB von gewissen Autoren als Insiderinformation gewertet.²

3.5.3 Pläne, Aussichten, Absichten und Gerüchte

Stellungnahmen

Die Vereinigung Schweizer Privatbankiers hält mit Verweis auf den Erläuterungsbericht zur Börsengesetzrevision fest, dass Aussichten nicht vom Begriff der Insiderinformation erfasst sein dürften. Auch

¹ „Der Straftatbestand des Insiderhandels wird ausgedehnt und auch präzisiert. Hervorzuheben ist, dass Insiderhandel neu für jedermann verboten sein soll; Sondereigenschaften wird es nicht mehr geben. Weiter wird der Begriff der Insiderinformation neu ausdrücklich definiert. Er umfasst unzweideutig auch Informationen, welche sich nicht auf ein Unternehmen beziehen, das heisst auf sogenannt unternehmensexterne Informationen, wie beispielsweise Informationen über Anlagestrategien oder bevorstehende Terroranschläge; als Beispiel sei der Kauf von Put-Optionen von Fluggesellschaften kurz vor 9/11 erwähnt. So macht sich beispielsweise zukünftig eine Person, die ihre Kenntnisse von Kundenaufträgen zu vorgängigen, gleichlautenden Eigengeschäften ausnützt, ohne Ausnahme strafbar.“, vgl. AB 2012 N 1139.

² Vgl. Trippel/Urbach in: Basler Kommentar, BEHG/FINMAG, 2. Aufl. 2011, N 24 zu Art. 161 und 161bis StGB, die es als nicht relevant erachten, ob es sich um eine firmeninterne oder externe Tatsache handelt, sowie Daniela König, Das Verbot von Insiderhandel, Eine rechtsvergleichende Analyse des schweizerischen Rechts und der Regelung der USA und der EU, Zürich 2006, S. 164, dergemäss auch gesellschaftsexterne Ereignisse wie bspw. geplante Übernahmen als Tatsachen in Betracht kommen.

für die SFA, SwissBanking und Bär & Karrer fallen Aussichten nicht in den Anwendungsbereich von Art. 2 Bst. f BEHG. Homburger beanstandet präzisierend, dass es offen bleibe, wie wahrscheinlich die Durchführung bzw. der Eintritt eines Plans bzw. einer Aussicht sein müsse und verlangt, das Rundschreiben müsse hier mindestens so konkret sein wie der Entwurf zur europäischen Marktmissbrauchsverordnung (E-MAR). Baker & McKenzie fordert, es müsse klargelegt werden, inwiefern Pläne, Aussichten und Absichten Informationen sein können und weshalb Gerüchte und Spekulationen dies gerade nicht seien. Bär & Karrer fragt sich bei „fester Absicht“ und „noch nicht realisierter Plan“ nach der Abgrenzung zu „Planungsvarianten“ und „Absichten“ im Anwendungsbereich der Richtlinie zur Ad-hoc-Publizität.

Würdigung

Es ist nicht beabsichtigt, bei der Abgrenzung von Plänen, Aussichten, Absichten und Gerüchten von der bisherigen Lehre und Rechtsprechung und den Materialien zur Börsengesetzrevision abzuweichen. Gemäss Erläuterungsbericht zur Börsengesetzrevision ist unter einer Information i.S.v. Art. 2 Bst. f BEHG ein in der Vergangenheit liegendes oder gerade stattfindendes, dem Beweis zugängliches reales Ereignis oder Geschehen zu verstehen. Dabei wird auch das Vorhandensein von Plänen und Absichten unter dem Begriff der Information subsumiert. Wertungen, Prognosen, Spekulationen und Werturteile sind keine solchen Informationen, wohl aber die Umstände, auf welchen diese aufbauen. Gerüchte, Mutmassungen und Vermutungen genügen nicht.³ Allerdings konnten Aussichten bereits bisher als Tatsache gemäss aArt. 161 StGB subsumiert werden. Zu denken ist bspw. an künftige Gewinne oder Verluste, die noch keinem Ereignis im obgenannten Sinn entsprechen, sich aber bereits soweit verdichtet haben, dass sie nicht mehr als Prognosen oder Spekulationen abgetan werden können. Sie stehen damit auf gleicher Stufe wie Pläne oder Absichten, sind aber – anders als diese – nicht mit einem Willenselement seitens der Gesellschaft behaftet.⁴

Gerüchte und Spekulationen – aber auch Wertungen, Werturteile, Prognosen, Vermutungen und Mutmassungen – sind keine Informationen i.S.v. Art. 2 Bst. f BEHG. Allerdings können die Umstände, auf denen diese aufbauen sowie das Vorhandensein eines Gerüchts für sich gesehen gegebenenfalls als Insiderinformation in Frage kommen.⁵

Als Abgrenzungskriterium kann auf den Präzisierungsgrad einer Information abgestellt werden: Eine Information i.S.v. Art. 2 Bst. f BEHG muss genügend klar und sicher sein, um als Basis für die Einschätzung der Kursentwicklung dienen zu können.⁶ Es ist jedoch kein Detailwissen erforderlich, rudimentäre Kenntnisse der vertraulichen Umstände genügen. Dies entspricht internationalem Standard: In Art. 6 Nr. 2 E-MAR werden Informationen bspw. dann als präzise bezeichnet, „wenn damit eine

³ Erläuternder Bericht zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 10. Februar 2010, Ziff. 1.1.4.2 i.V.m. Ziff. 1.4.1.2.3.

⁴ Vgl. Andreas Donatsch in: StGB-Kommentar, 18. Aufl. 2010, N 5 zu Art. 161; König, op.cit., S. 164, die von „zukünftigen Entwicklungen“ spricht.

⁵ Vgl. Trippel/Urbach, op.cit., N 24 zu Art. 161 und 161bis StGB; Peter Böckli, Insiderstrafrecht und Verantwortung des Verwaltungsrates, Zürich 1989, S. 62 f.; Erläuternder Bericht zur Änderung des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (Börsendelikte und Marktmissbrauch) vom 10. Februar 2010, Ziff. 1.1.4.2; Donatsch, op.cit., N 5 zu Art. 161; König, op.cit., S. 163.

⁶ Vgl. König, op.cit. S. 163.

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 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, der Emissionszertifikate oder der auf diesen beruhenden Auktionsobjekte zuzulassen“.

Rz 8 des revidierten Rundschreibens wird entsprechend ergänzt.

3.5.4 Finanzanalysen

Stellungnahmen

CFA wünscht eine Aussage bezüglich der Zulässigkeit der Mosaiktheorie, wonach durch sorgfältige und wohldokumentierte Analyse ein Mosaik von nicht materiellen, vertraulichen Informationen und materiellen, öffentlichen Informationen so zusammengesetzt werden kann, dass sich für den Analysten daraus ein Bild ergibt, das einer Insiderinformation gleichkommt, ohne dass der Analyst Zugriff auf die Information gehabt hätte.

Bär & Karrer hält das Wissen um eine zu publizierende Finanzanalyse sowie deren Verbreitung nicht für eine Insiderinformation.

Würdigung

Charakteristikum der sog. Mosaik-Theorie ist das Erstellen einer Analyse auf der Basis einer Kombination von öffentlich zugänglichen und nicht öffentlichen, nicht kursrelevanten Informationen. Im Idealfall ergibt die Analyse eine vom Marktpreis erheblich abweichende Bewertung einer Effekte. Gemäss CFA-Regelwerk⁷ soll ein Handeln gestützt auf eine dergestalt erlangte Analyse zulässig sein, selbst wenn das Ergebnis der Analyse eine Insiderinformation dargestellt hätte, wenn es dem Analysten durch die Gesellschaft mitgeteilt worden wäre. Die europäische Richtlinie über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation⁸ hält die Mitgliedstaaten in Erwägung 31 an, dafür zu sorgen, dass Analysen und Bewertungen, die aufgrund öffentlicher Angaben erstellt wurden, nicht als Insider-Informationen angesehen werden und dass Geschäfte, die auf der Grundlage dieser Analysen und Bewertungen getätigt werden, als solche nicht als Insider-Geschäfte im Sinne dieser Richtlinie gelten. In Deutschland wurde diese Vorgabe in § 13 Abs. 2 des Wertpapierhandelsgesetzes umgesetzt, demgemäss „eine Bewertung, die ausschliesslich auf Grund öffentlich bekannter Umstände erstellt wird, keine Insiderinformation ist, selbst wenn sie den Kurs von Insiderpapieren erheblich beeinflussen kann“. In Grossbritannien hält Art. 118C Abs. 8 des Financial Services and Markets Act 2000 Folgendes fest: „Information which

⁷ CFA Centre for Financial Market Integrity/National Investor Relations Institute, Best Practice Guidelines Governing Analyst/Corporate Issuer Relations, S. 9.

⁸ Richtlinie 2003/6/EG des Europäischen Parlaments und des Rates vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch). Der Entwurf zur Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (Marktmissbrauch) nimmt die bisherige Erwägung 31 in Erwägung 14c wieder auf.

can be obtained by research or analysis conducted by, or on behalf of, users of a market is to be regarded [...] as being generally available to them.“ Diese Umsetzung der Richtlinie im nationalen Recht entspricht den Ausführungen in Rz 9 des revidierten Rundschreibens, wonach eine Information nicht mehr vertraulich ist, wenn sie von unbeteiligten Dritten anhand allgemein zugänglicher Quellen erhältlich gemacht werden kann. Die Mosaik-Theorie geht jedoch einen Schritt weiter, indem sie auch nicht öffentliche, nicht kursrelevante Informationen verarbeiten will, ohne dass das Ergebnis der Analyse zur Insiderinformation wird. Dem dürfte aus marktaufsichtsrechtlicher Sicht im Normalfall nichts entgegenstehen. Entscheidend ist, dass die einzelnen Elemente des Mosaiks für sich alleine keine nicht-öffentlichen wesentlichen Informationen sind. Demgegenüber qualifiziert eine Analyse stets als Insiderinformation, wenn sie Informationen verarbeitet, die für sich alleine eine Insiderinformation darstellen.

Während eine in Anwendung der Mosaik-Theorie erstellte Finanzanalyse regelmässig keine Insiderinformation darstellt, kann hingegen die Tatsache, dass die Analyse publiziert werden soll, zur Insiderinformation werden. Das Wissen um eine zu publizierende Finanzanalyse kann selbst dann eine Insiderinformation i.S.v. Art. 2 Bst. f BEHG darstellen, wenn die einzelnen, der Finanzanalyse zu Grunde liegenden Informationen keine Insiderinformationen darstellen.⁹ Als Insiderinformation gilt diesfalls nicht die Analyse an sich, sondern die Tatsache, dass die Analyse veröffentlicht wird. Voraussetzung dafür ist, dass die Veröffentlichung der Analyse als kursrelevantes Ereignis eingestuft wird, dass also damit gerechnet werden muss, dass die Veröffentlichung derselben den Kurs von Effekten erheblich zu beeinflussen vermag. Sobald eine solche Analyse nach den Grundsätzen der Richtlinien zur Unabhängigkeit der Finanzanalyse¹⁰ verbreitet wird, gilt sie nicht mehr als vertraulich (und stellt insofern keine Insiderinformation mehr dar).

3.5.5 Marktteilnehmer

Stellungnahmen

CFA weist darauf hin, dass der Massstab des durchschnittlichen Marktteilnehmers nicht zielführend sei. Dies insbesondere vor dem Hintergrund, dass bei der Marktmanipulation als Referenz der verständige und mit dem Markt vertraute Teilnehmer als Massstab beigezogen werde. Damit werde die Materialitätsschwelle ungebührlich erhöht, da der fachkundige Marktteilnehmer so zum Nachteil des durchschnittlichen Marktteilnehmers profitieren könnte. Baker & McKenzie wünscht überdies einen Kriterienkatalog zur Beurteilung der Frage, ob das Anlageverhalten eines durchschnittlichen Marktteilnehmers beeinflusst werde. SFA beantragt die Beibehaltung der Rz 11 des FINMA-RS 08/38. Bär & Karrer begrüsst das Abstellen auf den durchschnittlichen Marktteilnehmer, da somit ein Gleichlauf mit der Richtlinie zur Ad-hoc Publizität der SIX Swiss Exchange hergestellt wird.

⁹ Vgl. König, op.cit., S. 145 u. 156, m.w.H.

¹⁰ Vgl. Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung, Ziffer 3

Würdigung

In Übereinstimmung mit den Regeln zur Marktmanipulation (vgl. Rz 17 des revidierten Rundschreibens) und dem Entwurf zur neuen europäischen Marktmissbrauchsrichtlinie¹¹ wird in Rz 10 des revidierten Rundschreibens neu auch zur Beurteilung der erheblichen Kursbeeinflussung der Standard des verständigen und mit dem Markt vertrauten Anlegers („reasonable investor test“) und nicht mehr derjenige des durchschnittlichen Marktteilnehmers herangezogen. Demnach ist eine erhebliche Kursbeeinflussung (Kursrelevanz, vgl. Ziffer 3.5.6 hiernach) bei Bekanntwerden einer vertraulichen Tatsache immer dann zu erwarten, wenn die Insiderinformation die Kauf- oder Verkaufsentscheidung eines verständigen und mit dem Markt vertrauten Marktteilnehmers massgeblich zu beeinflussen geeignet ist, weil sie das Bild der bereits vorhandenen Informationen entscheidend zu verändern vermag.¹²

3.5.6 Kursrelevanz

Stellungnahmen

SwissBanking beantragt eine Umschreibung der Kursrelevanz. Nicolas Leu warnt davor, die Kursrelevanz zu eng zu definieren, da sonst Front-, Parallel- und After-Running zu oft nicht mehr von Art. 33e BEHG erfasst würden, da der ausgenutzte Informationsvorteil unter Umständen nicht kursrelevant ist. Homburger schlägt vor, auf das Potential zur qualifizierten Kursbeeinflussung Bezug zu nehmen (Mindesteinfluss auf den Kurs).

Würdigung

Auf eine Umschreibung der Kursrelevanz wurde bewusst verzichtet, weil zu deren Beurteilung nun explizit auf den „reasonable investor test“ abgestellt wird (vgl. Ziffer 3.5.6 hiervor), der nicht durch einzelne spezifische Elemente präjudiziert werden soll. Ebenso wird von der Nennung konkreter Grenzwerte für Kursausschläge abgesehen. Zum einen sind solche auch vom Gesetzgeber nicht vorgesehen worden, zum andern handelt es sich dabei um statische Werte, die die Charakteristika eines Titels (Umsätze, Volatilität, Beta etc.) nicht berücksichtigen und daher in der Praxis für sich alleine gesehen nur einen beschränkten Informationsgehalt aufweisen. Zum Front-, Parallel und After-Running vgl. Ziffer 3.6.1 hiernach.

3.5.7 Vertraulichkeit

Stellungnahmen

Nicolas Leu möchte bei der Beurteilung der Vertraulichkeit darauf abstellen, ob auch ein Dritter die Information auf legalem Weg hätte erlangen können. Der VSV verlangt, es sei klarzustellen, dass Ge-

¹¹ Vgl. Art. 6 Nr. 3 E-MAR: „[...] sind unter ‚Informationen, die, wenn sie öffentlich bekannt würden, geeignet wären, den Kurs der Finanzinstrumente, der damit verbundenen Waren-Spot-Kontrakte, der Emissionszertifikate oder der auf diesen beruhenden Auktionsobjekte spürbar zu beeinflussen‘ Informationen zu verstehen, die ein verständiger Anleger wahrscheinlich als Teil der Grundlage seiner Anlageentscheidungen nutzen würde.“

¹²König, op.cit., S. 164.

rüchte die Vertraulichkeit anderer Informationen nicht aufheben, auch dann nicht, wenn das Gerücht mit der vertraulichen Information übereinstimmt. Baker & McKenzie hält die Aussage „ein Gerücht ändere an der Vertraulichkeit nichts“ für falsch. Wer aufgrund eines allgemein bekannten Gerüchts handle, dürfe nicht als rechtswidrig handelnd qualifiziert werden, da ein Marktteilnehmer normalerweise nicht erkennen könne, ob bloss ein Gerücht vorliegt oder nicht.

Würdigung

Die Aussage, wonach ein Gerücht an der Vertraulichkeit einer Information nichts ändert, bezieht sich nicht darauf, dass derjenige, der aufgrund des Gerüchts handelt, von Art. 33e BEHG erfasst werden soll. Vielmehr geht es darum, dass niemand gezielt Gerüchte streuen darf, um die Vertraulichkeit einer Information aufzuweichen und damit sein eigenes, auf die Information gestütztes Handeln zu legalisieren. Das Gerücht selber wird dadurch grundsätzlich nicht zur vertraulichen Information; es kann jedoch die Vertraulichkeit der Information nicht aufheben. Es ist allerdings denkbar, dass breit im Markt vorhandene Gerüchte bereits in den Kurs einer Effekte eingeflossen sind, so dass eine an sich vertrauliche Information möglicherweise nicht mehr geeignet ist, den Kurs dieser Effekte zu beeinflussen. Dies ist jedoch keine Frage der Vertraulichkeit, sondern der Kursrelevanz (vgl. dazu Ziffer 3.5.6 hier vor). Rz 9 des revidierten Rundschreibens wird im Sinne der vorstehenden Ausführungen angepasst.

Im Übrigen wird Rz 9 des revidierten Rundschreibens um die Erlangbarkeit einer Information durch unbeteiligte Dritte ergänzt.¹³

3.6 Art. 33e Börsengesetz

3.6.1 Front-, Parallel- und After-Running

Stellungnahmen

Die SFA stellt fest, dass Front-, Parallel- und After-Running offenbar keine Verletzung von Art. 33e BEHG darstellen, sondern nur unter dem Aspekt der Treuepflicht verboten sind. SwissBanking und die Vereinigung der Schweizer Privatbankiers beantragen die Erwähnung von Front-, Parallel- und After-Running als Verstoß von Art. 33e BEHG im Rundschreiben.

Würdigung

Front-, Parallel- und After-Running werden von Art. 33e BEHG erfasst, wenn die Information, die ihnen zu Grunde liegt, gleichzeitig eine Insiderinformation i.S.v. Art. 2 Bst. f BEHG darstellt. Für diese wenigen Einzelfälle wird auf eine Nennung im Rundschreiben verzichtet. Im Übrigen fallen Front-, Parallel- und After-Running in den Anwendungsbereich der relevanten aufsichts- und privatrechtlichen Bestimmungen.

¹³ Vgl. Urteil des Bundesgerichts 2A_230/199 vom 2. Februar 2000, E. 6b.

3.6.2 Durchführung vorbestehender Entschlüsse

Stellungnahmen

Homburger und SwissHoldings bringen vor, die Durchführung vorbestehender Entschlüsse müsse auch unter dem revidierten Rundschreiben zulässig sein, wenn der Entschluss nachweislich nicht aufgrund der Insiderinformation gefasst worden ist.

Würdigung

Effektengeschäfte, die trotz Kenntnis einer Insiderinformation nachweisbar nicht aufgrund derselben erfolgen, fallen nicht unter das Verbot von Art. 33e BEHG (vgl. Botschaft, S. 6902). Rz 16 des geltenden FINMA-RS 08/38 enthält eine entsprechende Bestimmung. Diese wird im Sinne einer Klarstellung positiv formuliert erneut in Rz 13 des revidierten Rundschreibens aufgenommen.

3.6.3 Empfehlung als Insiderinformation

Stellungnahmen

SwissBanking weist darauf hin, dass die Bestimmung in Rz 11 des Entwurfs nicht das Ausnützen einer Insiderinformation betreffe, sondern die Insiderinformation als solche und daher systematisch am falschen Ort erfasst sei.

Baker & McKenzie ist der Ansicht, es könne nicht genügen, dass eine Empfehlung allein deshalb als Insiderinformation betrachtet wird, weil die Person, von der sie kommt, mutmasslich über Insiderinformationen verfügt. Bär & Karrer bringt in diesem Zusammenhang vor, eine Empfehlung ohne Bekanntwerden der Insiderinformation sei nicht tatbestandsmässig.

Würdigung

Die Bestimmung wird in das III. Kapitel verschoben und trägt neu die Rz 11.

Anders als von Baker & McKenzie vermutet, geht es nicht darum, dass der Empfehlende „mutmasslich“ über zusätzliche Informationen verfügt. Es wird verlangt, dass der Empfänger der Empfehlung entweder weiss oder aber aufgrund der Umstände wissen müsste, dass die konkrete Empfehlung auf einer Insiderinformation beruht. Dadurch wird nicht jede Äusserung eines Mitglieds von Verwaltungsrat oder Geschäftsleitung zur Insiderinformation. Dies entspricht auch der gesetzlichen Konzeption in Art. 33e Abs. 1 BEHG, wonach nur von Art. 33e BEHG erfasst sein kann, wer weiss oder wissen muss, dass eine Insiderinformation vorliegt (vgl. auch Botschaft, S. 6901 f.).

Die *ratio legis* von Art. 33e BEHG umfasst die Qualifikation der Empfehlung gemäss Art. 33e Abs. 1 Bst. c BEHG als Insiderinformation i.S.v. Art. 2 Bst. f BEHG klar und auch vom Wortlaut der gesetzlichen Grundlage ist diese Interpretation nach Ansicht der FINMA noch erfasst. Andernfalls könnte der Tippnehmer gestützt auf eine solche Empfehlung unbehelligt handeln, auch wenn er genau weiss oder zumindest wissen müsste, dass er eine Insiderinformation erhalten hat.

3.6.4 Scalping

Stellungnahmen

Eine Vielzahl von Teilnehmern (Nicolas Leu, SwissBanking, SwissHolding, Raiffeisen, Vereinigung der Schweizer Privatbankiers, Homburger, Bär & Karrer, SFA, Baker & McKenzie) äussert Bedenken hinsichtlich Rz 12 des Entwurfs (Scalping). Zusammengefasst wird vorgebracht, der Begriff des Scalping solle komplett gestrichen werden, da er auch legale Börsengeschäfte umfassen könne, es müsse differenziert werden, was eine öffentliche Empfehlung sei, es sei klarzustellen, dass die Eigenbestände eines Effektenhändlers nicht bei jeder Empfehlung offengelegt werden müssten, es fehle dem Tatbestand am Charakteristikum des Erwerbs oder der Veräusserung und beim Scalping handle es sich ohnehin um ein Problem der Marktmanipulation, nicht des Insiderhandels.

Würdigung

Die Botschaft (S. 6902) nennt das Scalping im in Rz 12 des Entwurfs vorgesehenen Wortlaut explizit als Anwendungsfall des Ausnützens von Insiderinformationen. Trotz diesen Ausführungen in der Botschaft, ist vom Wortlaut von Art. 33e Abs. 1 Bst. a BEHG jedoch eindeutig nicht erfasst, wer als Scalper Effekten bloss besitzt, ohne sie zu kaufen oder zu verkaufen. Die Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Effekten ohne eigene Kaufs- oder Verkaufshandlung fällt einzig unter Art. 33e Abs. 1 Bst. c BEHG. Aus diesem Grund erfolgt eine Anpassung von Rz 12 des Entwurfs an die bisherige Rz 14 des FINMA-RS 08/38. Die Bestimmung wird neu als Rz 15 geführt.

3.7 Art. 33f Börsengesetz

3.7.1 Irreführende Signale

Stellungnahmen

SwissBanking, SIX Exchange Regulation, Homburger und Baker & McKenzie führen zu Rz 14 des Entwurfs aus, dass auch ein nicht irreführendes Signal das Marktverhalten eines verständigen und mit dem Markt vertrauten Marktteilnehmers zu beeinflussen vermöge, die Randziffer jedoch das Signal mit der Irreführung gleichsetze bzw. nicht die Irreführung umschreibe, sondern die Beeinflussung des Marktteilnehmers. Homburger bringt zudem vor, es sei im Einklang mit Rz 8 des Entwurfs auf den durchschnittlichen Marktteilnehmer abzustellen, da es keinen Grund gebe, zwei unterschiedliche Referenzverhalten beizuziehen. SwissBanking verlangt eine nähere Umschreibung des Begriffs des mit dem Markt vertrauten Marktteilnehmers. SwissHoldings beantragt die Streichung des Begriffs „insbesondere“, da dieser die ohnehin bereits breite Generalklausel soweit ausdehne, dass eine Auslegung kaum mehr möglich sei. Baker & McKenzie schliesslich schlägt ein ausführliches Prüfschema zur Definition irreführender Signale vor.

Würdigung

Tatsächlich legte die in Rz 14 des Entwurfs gewählte Formulierung nahe, es erfolgte eine Definition des Begriffs der Irreführung, während eigentlich die Umschreibung des Begriffs des Signals beabsichtigt war. Die Randziffer wird wie folgt umformuliert: „Ein Signal i.S.v. Art. 33f BEHG liegt vor, wenn es das Marktverhalten eines verständigen und mit dem Markt vertrauten Marktteilnehmers zu beeinflussen vermag.“

Der Einwand hinsichtlich der zwei unterschiedlichen Referenzverhalten in Rz 8 und Rz 14 des Entwurfs ist berechtigt. Im Bereich der Insiderinformation wird neu nun auch auf den verständigen, mit dem Markt vertrauten Marktteilnehmer abgestellt (vgl. die neue Rz 10 des revidierten Rundschreibens).

Der Begriff „insbesondere“ wird gestrichen. Auch hier findet eine Angleichung an den Insidertatbestand statt, in dessen Anwendungsbereich der verständige, mit dem Markt vertraute Marktteilnehmer den Benchmark darstellt (vgl. im Übrigen Botschaft, S. 6903).

Auf die Umschreibung eines Prüfschemas wird verzichtet. Die Gewährleistung totaler Rechtssicherheit ist in diesem Bereich nicht möglich. Die Definition irreführender Signale ist bewusst weit gehalten, um auch heute nicht bekannte Tatbestände abzudecken. Der Gesetzgeber hat hier keine weiteren generell-abstrakten Vorgaben gemacht, weshalb die FINMA sich mit Blick auf ihr technisches Ermessen nicht unnötig einschränken will. Soweit möglich wurden Beispiele typischer Verhaltensweisen formuliert.

3.7.2 Algorithmischer Handel

Stellungnahmen

Nach Ansicht von SwissHoldings und SIX Swiss Exchange stellt die explizite Erwähnung eine Vermutung zulasten der algorithmischen Handelsteilnehmer auf, was unnötig sei, da das bewusste Setzen falscher Signale unabhängig von der Art und Weise des Vorgehens manipulatorisch und damit verboten sei. Baker & McKenzie hält fest, Hochfrequenzhandel sei generell viel weniger anfällig für die in den Rz 16 ff. des Entwurfs genannten Verhaltensweisen, weshalb es nicht korrekt sei, den Hochfrequenzhandel an dieser Stelle hervorzuheben. Für SwissBanking und Raiffeisen lässt der Terminus „falsche Signale“ in diesem Zusammenhang zudem zu viel Interpretationsspielraum.

Würdigung

Es ist richtig, dass manipulatorisches Verhalten unabhängig von der Art und Weise des Vorgehens gegen Art. 33f BEHG verstösst. Rz 18 des revidierten Rundschreibens soll die Marktteilnehmer lediglich darauf hinweisen, dass Marktmanipulation auch mit Maschinen möglich ist und dass deshalb auch deren Vorgehensweisen auf Übereinstimmung mit Börsengesetz und -verordnung sowie Rundschreiben überprüft werden müssen. Eine Vermutung zulasten des algorithmischen bzw. des Hochfrequenzhandels wird nicht aufgestellt.

Der Begriff der „falschen Signale“ entspringt dem Gesetz, er soll im Zusammenhang mit dem algorithmischen Handel nicht näher ausgeführt werden.

3.7.3 Beispielhafte Verhaltensweisen: Generelles

Stellungnahmen

Einige Teilnehmer (SwissBanking, Baker & McKenzie, SwissHoldings) bringen hinsichtlich der Liste der gegen Art. 33f BEHG verstossenden beispielhaften Verhaltensweisen von Rz 16 ff. des Entwurfs Vorbehalte an. Einer der Hauptkritikpunkte bildet die Erwähnung von Motiven, die gemäss Wortlaut von Art. 33f BEHG zur Erfüllung des Tatbestands gar nicht vorliegen müssen.

Würdigung

Auf konkrete Kritik oder Vorschläge wird im Rahmen der Diskussion der einzelnen Beispiele nachfolgend eingegangen. Vorab folgende Bemerkung: Es trifft zu, dass Art. 33f BEHG kein Motiv voraussetzt. In Rz 19 ff. des revidierten Rundschreibens geht es jedoch darum, in einer nicht abschliessenden Liste typische Beispiele aus der Praxis zu nennen, deren Vorliegen eindeutig gegen das Verbot der Marktmanipulation verstösst. Dies bedeutet aber nicht, dass die genannten Verhaltensweisen bei Wegfall des Motivs ohne weiteres erlaubt wären.

3.7.3.1 Painting the Tape

Stellungnahmen

SwissBanking bemängelt, bei Rz 19 des Entwurfs (Painting the Tape) sei nicht klar ersichtlich, ab wann der Anschein von Marktaktivität erweckt werde. SIX Exchange Regulation beantragt, die Bestimmung sei um die Klarstellung zu ergänzen, dass auch Kauf- und Verkaufsabschlüsse innerhalb kurzer Zeit zwischen denselben Parteien zum gleichen Preis unter diese Randziffer fallen können. Nicolas Leu schlägt vor, nur die Aufteilung einer Auftragseingabe ohne objektiven wirtschaftlichen Grund in mehrere kleinere Eingaben von Painting the Tape zu subsumieren und den gegenseitigen Handel von Effekten durch mehrere Marktteilnehmer über dem Marktwert zur Kursveränderung lediglich über die Matched Orders zu erfassen. Baker & McKenzie moniert, die in Rz 19 des Entwurfs beschriebene Aktivität lasse sich von Market Making gemäss Rz 29 des Entwurfs nicht unterscheiden.

Würdigung

Painting the Tape wird zur eindeutigeren Abgrenzung gegenüber den Wash Trades, dem Market Making und den Matched Orders in Rz 22 des revidierten Rundschreibens wie folgt präzisiert: „Eingabe von sukzessiv preislich höher gestellten, kleinvolumigen Kaufaufträgen, mit der Absicht, eine erhöhte Nachfrage bei steigenden Preisen vorzutauschen (Painting the Tape).“

3.7.3.2 Wash Trades

Stellungnahmen

SIX Exchange Regulation erkundigt sich, weshalb der Begriff „zeitnah“ gegenüber der Definition der Wash Trades in Rz 24 des geltenden FINMA-RS 08/38 fallengelassen wurde. Zudem wird von verschiedenen Teilnehmern eine klarere Abgrenzung zum Market Making gefordert. Baker & McKenzie bringt vor, es sei fraglich, ob das genannte Verhalten wirklich in jedem Fall unter Art. 33f Abs. 1 Bst. a BEHG subsumiert werden könne, da einzelne Trades eher keine Signale senden könnten.

Der SVV beantragt, Versicherungsgesellschaften mit gebundenem Vermögen solle es weiterhin möglich sein, Käufe und Verkäufe derselben Effekten zu Marktpreisen vom einen zum anderen gebundenen Vermögen zu übertragen, selbst wenn diese zur selben rechtlichen Einheit gehören. Da diese Vermögen aus regulatorischen Gründen wie zwei unterschiedlichen Rechtspersonen geführt werden müssen, sollten sie auch hier entsprechend behandelt werden.

Würdigung

Die Definition der Wash Trades wird in Rz 23 des revidierten Rundschreibens neu um den Begriff „zeitgleich“ ergänzt. Damit wird sichergestellt, dass nicht jedes zeitnahe Kaufen und Verkaufen als Wash Trade gilt. Zudem wird gleichzeitig deutlich, dass es um mehrere Transaktionen gehen muss, andernfalls fehlt es vermutlich an der gemäss Art. 33f Abs. 1 Bst. 1 BEHG erforderlichen Signalwirkung. Schliesslich wird auch hier die Absicht der falschen oder irreführenden Signalendung eingefügt. Die Abgrenzung zum Market Making ist aus Sicht der FINMA klar. Die Bestimmung entspricht im Übrigen nunmehr praktisch dem geltenden Rundschreiben.

Die vom SVV angesprochene Problematik wurde durch das Einfügen der Absicht bei den Wash Trades gemäss Rz 23 sowie durch Rz 38 des revidierten Rundschreibens entschärft, wonach Effektengeschäfte, die nachweislich einen wirtschaftlichen Hintergrund aufweisen und einem echten ökonomischen Angebots- und Nachfrageverhalten entsprechen vermutlich nicht gegen Art. 33f BEHG verstossen.

3.7.3.3 Cornering, Parking und Squeeze

Stellungnahmen

Baker & McKenzie ist der Ansicht, die beschriebenen Verhaltensweisen könnten nicht davon unterschieden werden, was ein Mehrheitsaktionär tue, der gerne Schritt für Schritt die restlichen Aktien einer Gesellschaft am Markt erwerben möchte. Das in Rz 22 des Entwurfs genannte Motiv werde von Art. 33f Abs. 2 Bst. b BEHG nicht erfasst.

Würdigung

Die von Baker & McKenzie geschilderte Situation wird im Normalfall nicht unter Rz 22 des Entwurfs (nunmehr Rz 25 des revidierten Rundschreibens) fallen, da einem solchen Aktionär die Absicht zur

Verzerrung der Preise fehlt und da aufgrund der Offenlegung der Beteiligung auch nicht von irreführenden Signalen ausgegangen werden muss. Dennoch kann solches Verhalten im Einzelfall missbräuchlich sein, weshalb es nicht allgemein freigestellt werden soll. Um die grundsätzliche Zulässigkeit solchen Verhaltens zu verdeutlichen, wird in Rz 38 des revidierten Rundschreibens die Vermutung eingefügt, dass Effektengeschäfte, die einen wirtschaftlichen Hintergrund aufweisen und einem echten ökonomischen Angebots- und Nachfrageverhalten entsprechen nicht gegen Art. 33f BEHG verstossen (vgl. auch Botschaft, S. 6903).

3.7.3.4 Beeinflussung von Rohwarenpreisen

Stellungnahmen

SwissBanking, SwissHoldings, der Verband der Auslandsbanken in der Schweiz, Raiffeisen sowie Baker & McKenzie sind der Ansicht, es mangle Rz 25 des Entwurfs an einer hinreichenden gesetzlichen Grundlage. Konkret wird vorgebracht, das Instrumentarium gegen Marktmanipulation müsse auf Finanzinstrumente ausgerichtet bleiben, das Parlament habe einen neuen Straftatbestand zum Insiderhandel und zur Marktmanipulation mit Rohstoffen, Edelmetallen und Währungen klar abgelehnt und die Beeinflussung von Rohwarenpreisen lasse sich nicht mit der Definition einer „Effekte“ vereinbaren. Zudem sei die Beeinflussung von Rohwarenpreisen kaum praktisch nachweisbar.

Würdigung

Diese Bestimmung stellt klar, dass die Beeinflussung von an schweizerischen Börsen oder börsenähnlichen Einrichtungen zugelassenen Effekten auch dann nicht zulässig ist, wenn es sich bei deren Basiswert um Rohwaren handelt. Dabei wird gemäss Botschaft (S. 6903) vom Verbot der Marktmanipulation in Art. 33f Abs. 1 Bst. b BEHG nicht nur die Transaktion in der Effekte selbst, sondern auch jene im zugrundeliegenden Basiswert – hier den Rohwaren – erfasst, sofern dadurch falsche oder irreführende Signale für das Angebot, die Nachfrage oder den Kurs der Effekte erfolgen. Der Wortlaut von Rz 28 des revidierten Rundschreibens wird wie folgt angepasst: „Beeinflussung von Rohwarenpreisen mit der Absicht, dadurch falsche oder irreführende Signale für das Angebot und die Nachfrage von Effekten zu geben.“

3.7.4 Namentlich zulässige Effektengeschäfte und Verhaltensweisen

3.7.4.1 Aufnahme zusätzlicher Tatbestände

Stellungnahmen

SwissBanking, Homburger, die Vereinigung Schweizerischer Privatbankiers, Baker & McKenzie, Bär & Karrer, SFA, Raiffeisen und CFA wünschen, die im FINMA-RS 08/38 vorgesehenen zulässigen Verhaltensweisen seien im totalrevidierten Rundschreiben beizubehalten bzw. der Katalog zulässiger Verhaltensweisen sei um weitere Beispiele zu ergänzen. Dabei werden insbesondere Bestimmungen zur Kurspflege, zur Kommunikation des Emittenten sowie zu zulässigen Nostro-Nostro Inhouse Crosses gefordert. Bär & Karrer beantragt zudem, private Rückkäufe eigener Aktien, Rückkäufe von Anlei-

hen und „equity-linked“ Finanzinstrumenten, die im Voraus veröffentlicht werden, Preisstabilisierungen bei öffentlichen Effektenplatzierungen im Sekundärmarkt und Preisstabilisierungen bei öffentlich angekündigten Privatplatzierungen im Sekundär- und Primärmarkt als zulässig zu erklären.

Würdigung

Viele der zulässigen Verhaltensweisen sind nun als Safe Harbour in der Börsenverordnung geregelt, weshalb die FINMA keine weiteren Ausführungen erlässt. Insbesondere die Antwort auf die Frage nach einer Definition zulässiger Kurspflege wurde auf Stufe Börsenverordnung gegeben: Kurspflege verstanden als Kursstützung wird demnach in keiner Weise mehr akzeptiert. Zulässig ist Kurspflege hingegen als Liquiditätsstützung, kann aber unter diesem Gesichtspunkt unter dem Stichwort Market Making abgehandelt werden. Vgl. S. 4 und 9 des Erläuterungsberichts zur Änderung der Börsenverordnung vom 5. März 2013.

Zur Kommunikation der Emittenten mit Investoren und Publikum wird bewusst keine Aussage gemacht. Es ist selbstverständlich, dass Kommunikation, die nach der Richtlinie zur Ad-hoc-Publizität und den Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse erfolgt, nicht gegen Art. 33f BEHG verstösst. Dies ins Rundschreiben aufzunehmen, würde jedoch den – falschen – Umkehrschluss nahelegen, dass alles, was nicht in Übereinstimmung mit den genannten Regeln kommuniziert wird, problematisch sein könnte.

Preisstabilisierungen greifen ins Gleichgewicht von Angebot und Nachfrage ein und verstossen somit per definitionem gegen Art. 33f BEHG. Die FINMA kann diese nicht über die in der Börsenverordnung geregelten Safe Harbours hinaus für generell zulässig erklären. Es steht ihr jedoch im Einzelfall frei, ein bestimmtes Verhalten nicht als Verstoß gegen Art. 33f BEHG zu werten. Demgegenüber verstossen Rückkäufe von Anleihen und „equity-linked“ Finanzinstrumenten, die im Voraus veröffentlicht werden, sowie private Rückkäufe eigener Aktien, die nicht in der Absicht erfolgen, falsche oder irreführende Signale zu geben nicht gegen Art. 33f BEHG.

Auf die Aufnahme einer Bestimmung zur Zulässigkeit von Effektengeschäften ausserhalb abgetrennter Vertraulichkeitsbereiche (vgl. Rz 15 FINMA-RS 08/38) wird an dieser Stelle verzichtet, weil die FINMA Vertraulichkeitsbereiche nur bei Beaufsichtigten, nicht jedoch bei den übrigen Marktteilnehmern überprüfen kann.

In das totalrevidierte Rundschreiben aufgenommen werden hingegen die bisherige Rz 16 (Effektengeschäfte, die trotz Kenntnis vertraulicher preissensitiver Informationen nicht aufgrund derer ausgeführt werden) und Rz 34 (Nostro-Nostro Inhouse Crosses). Diese beiden Bestimmungen werden neu unter Rz 38 bzw. 35 geführt, wobei Ersteres ein Anwendungsfall von Art. 33e BEHG und nicht von Art. 33f BEHG darstellt.

3.7.4.2 Arbitrage

Stellungnahmen

Homburger hält die Umschreibung zulässiger Arbitrage in Rz 30 des Entwurfs für zu eng. Diese Form der Arbitrage spiele nur noch eine untergeordnete Rolle, die übrigen Formen seien jedoch unter dieser Formulierung nicht eindeutig zulässig. Für SwissBanking bietet der Begriff „nahezu“ einen zu grossen Interpretationsspielraum. Baker & McKenzie weist darauf hin, dass es auch Arbitrage in verschiedenen Effekten, die stark korrelieren, gibt.

Würdigung

Das Wording wird in Rz 33 des revidierten Rundschreibens wie folgt geändert: „Das parallele Stellen von Kauf- und Verkaufsaufträgen in denselben oder verschiedenen Finanzinstrumenten (z.B. an verschiedenen Handelsplätzen) zum Zwecke der Arbitrage.“

3.8 Missbrauch in anderen Märkten

Stellungnahmen

Verschiedene Teilnehmer (Verband der Auslandsbanken SwissBanking, SVV, Homburger, Baker & McKenzie, SIX Exchange Regulation, Raiffeisen, VSV) äussern sich kritisch zu Rz 32 ff. des Entwurfs und beantragen im Ergebnis die Streichung der Bestimmungen zum Umgang mit Missbrauch in anderen Märkten. Als Hauptargument wird vorgebracht, die Revision des Börsengesetzes sehe eine solche Ausdehnung nicht vor, weshalb es den vorgesehenen Regeln an einer gesetzlichen Grundlage fehle. Zudem solle der Handel mit ausländischen Effekten den dortigen Behörden überlassen werden, jedenfalls dürften durch das Rundschreiben keine im Ausland erlaubten Verhaltensweisen in der Schweiz faktisch verboten werden. Überdies wird vorgebracht, die Marktverhaltensregeln seien auf den Effektenhandel zugeschnitten, eine auch nur sinngemässe Anwendung auf andere Märkte habe erhebliche Auslegungs- und Rechtssicherheitsprobleme zur Folge.

Würdigung

In Ergänzung des Erläuterungsberichts (S. 12 f.) gilt es vorab zwei Missverständnisse zu beseitigen: Zum einen stützen sich Rz 32 des Entwurfs (nunmehr Rz 41 des revidierten Rundschreibens) entgegen der Meinung etlicher Teilnehmer nicht auf das revidierte Börsengesetz, sondern auf die – alle prudentiell Beaufsichtigten und direkt unterstellten Finanzintermediäre betreffenden – Regeln zur Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit. Zum andern wird klargestellt, dass mit den Rz 41 ff. des revidierten Rundschreibens kein schweizerisches Recht ins Ausland und kein Börsenrecht in andere Märkte exportiert werden soll.

Innerhalb des Anwendungsbereichs der finanzmarktrechtlichen Gewährserfordernisse sind die revidierten Bestimmungen des Börsengesetzes mit ihrem Schutznormcharakter für den schweizerischen Effektenhandel lediglich ein Teilaspekt. Die Anforderungen der Gewähr gehen über die revidierten Normen hinaus und sollen generell ein mit der Finanzmarktgesetzgebung konformes Handeln der

Gewährsträger sicherstellen. Ausgangspunkt der Bestimmungen in Rz 41 ff. des revidierten Rundschreibens ist nicht der Funktionsschutz gemäss Art. 1 des Börsengesetzes, sondern die Institutsaufsicht. Hier ist es die erklärte Absicht der FINMA, den Gewährsbegriff über die verschiedenen Bewilligungskleider kohärent anzuwenden. Im Übrigen befasst sich auch das Rundschreiben Marktverhaltensregeln nicht nur mit der Auslegung der neuen Art. 33e und 33f BEHG, sondern handelt die Thematik Marktverhalten integral ab, indem es bspw. auch Organisationsvorschriften enthält. Der Anknüpfungspunkt der Rz 41 ff. des revidierten Rundschreibens ist somit ein thematischer. Es wird klargestellt, dass bei der Beurteilung der Gewähr von Beaufsichtigten die Regeln, die für den Schutz des schweizerischen Effektenhandels gelten, sinngemäss auch auf Sachverhalte mit ausländischen Effekten oder auf anderen Märkten zur Anwendung gelangen.

Dabei geht es jedoch nicht darum, schweizerisches Recht auf ausländische Sachverhalte oder Börsenrecht in anderen Märkten anzuwenden. Ist ein Verhalten im Ausland erlaubt, so wird es in der Schweiz nicht aufgrund der Bestimmungen von Rz 41 ff. des revidierten Rundschreibens zu einer Gewährsbeanstandung führen. Eine – sinngemässe – Anwendung des Rundschreibens auf Sachverhalte in anderen Märkten setzt voraus, dass das fragliche Handeln auch dort verpönt ist, wo es stattgefunden hat. Die entsprechenden Situationen müssen zudem vergleichbar sein, d.h. es müssen in den anderen Märkten Gegebenheiten vorliegen, die Insiderhandel und Marktmanipulation grundsätzlich ermöglichen.

Schliesslich ist festzuhalten, dass Insiderhandel und Marktmanipulation bezüglich von in der Schweiz gehandelten Effekten per se gewährsrelevant sind, dass aber ein solches Verhalten eines Beaufsichtigten in einem anderen Markt nicht aufgrund der Bestimmungen von Rz 32 ff. des Entwurfs per se gewährswidrig ist. Die Beurteilung der Gewähr erfolgt immer im Einzelfall. Das Rundschreiben äussert sich in Rz 41 ff. des revidierten Rundschreibens lediglich dahingehend, dass in der thematischen Beziehung Marktverhalten entsprechendes Verhalten im Ausland und in anderen Märkten im Rahmen der Beurteilung der Gewähr aus institutsaufsichtsrechtlicher Sicht ebenfalls bedeutsam sein kann. Dies entspricht der bestehenden Praxis der FINMA und wurde bereits in der Vergangenheit so gehandhabt. Als Beispiel ist der sog. LIBOR-Fall zu nennen, in dem Manipulationen in ausländischen Benchmarks von der FINMA als in der Schweiz gewährsrelevant eingestuft wurden.

3.9 Organisationsvorschriften

3.9.1 Rechtsgrundlage

Stellungnahmen

Die SIX Exchange Regulation wirft die Frage nach der Rechtsgrundlage zur Statuierung der Organisationspflichten auf. Der SVV wehrt sich mit diesem Argument insbesondere gegen die Ausdehnung des Rundschreibens auf die Versicherungsbranche.

Würdigung

Die Organisationspflichten richten sich an von der FINMA prudentiell Beaufsichtigte, die bewilligungspflichtige Tätigkeiten ausüben und daher gestützt auf die spezialgesetzlichen Normen Gewähr bieten und Organisationsvorschriften einhalten müssen. Die Organisationspflichten im Entwurf geben wieder, was die FINMA als Rahmen einer solchen Organisation versteht und dienen damit im Sinne der Rechtssicherheit als Auslegungshilfe.

Durch die Börsengesetzrevision haben die rechtlichen Grundlagen geändert, indem Marktmanipulation und Ausnutzen von Insiderinformationen neu auch aufsichtsrechtlich verboten werden und zudem von allen Marktteilnehmern begangen werden können. Diese Vereinheitlichung stellt zusammen mit den spezialgesetzlichen Gewährens- und Organisationsvorschriften eine hinreichende Grundlage dar, den von der FINMA prudentiell beaufsichtigten Personen die Einhaltung von bestimmten Organisationspflichten nahezu legen.

3.9.2 Kein One-size-fits-all-Ansatz

Stellungnahmen

Verschiedene Teilnehmer (VSV, SwissBanking, Bär & Karrer, SFA, SVV) bringen vor, die Organisationspflichten im VII. Kapitel des Entwurfs seien nicht hinreichend differenziert und es werde zu Unrecht auf den Grundsatz „one size fits all“ abgestellt. Insbesondere wird bemängelt (VSV, SwissBanking, Groupe Mutuel), dass auf Effekthändler zugeschnittene Organisationspflichten auf alle übrigen prudentiell Beaufsichtigten angewandt werden sollen.

Würdigung

Mit der expliziten Einführung des risikobasierten Ansatzes in Rz 45 f. des revidierten Rundschreibens wird vielmehr gerade die Grundlage für eine einzelfallgerechte Differenzierung geschaffen. Diese ermöglicht es den von den Organisationspflichten betroffenen Beaufsichtigten, die Einhaltung der einzelnen Pflichten gestützt auf ihre Grösse sowie auf die Art und Struktur ihrer Geschäftstätigkeit flexibel abzustimmen und gegebenenfalls auf Massnahmen zur Minimierung von Risiken zu verzichten, von welchen sie nicht betroffen sind. So kann bspw. eine SICAV, die ihre Anlageentscheide an einen Vermögensverwalter kollektiver Kapitalanlagen übertragen hat (vgl. Bsp. SFA) im Rahmen der Risikoeinschätzung zum Schluss gelangen, dass sie selber die Organisationspflichten des Rundschreibens nicht oder nur teilweise berücksichtigen muss. Schliesslich ist nicht einzusehen, wieso prudentiell Beaufsichtigte, die eine mit jener eines Effekthändlers vergleichbare Risikostruktur aufweisen mit Blick auf die Organisationspflichten anders behandelt werden sollten als die Effekthändler, für welche das FINMA-RS 08/38 bereits seit Jahren anwendbar ist.

Es trifft im Übrigen zu, dass sich die Organisationsvorschriften des Rundschreibens an jenen Regeln orientieren, die sich historisch aus dem Bankensektor entwickelt und in der Anwendung auf Effekthändler in der Praxis bewährt haben. Es ist den Beaufsichtigten jedoch unbenommen, sich massgeschneiderten Organisationsregeln zu unterwerfen, deren Einhaltung sie aufgrund der Art ihrer Geschäftstätigkeit sowie ihrer Grösse und Struktur als zweckmässig erachten. Führen solche Regeln

dazu, dass die Beaufsichtigten zum Schluss kommen, eine vom Rundschreiben vorgesehene Massnahme habe für sie keinen Zusatznutzen und keine risikomindernde Wirkung mehr, ist dies im Rahmen der Risikoeinschätzung festzuhalten.

Eine generelle Ausnahme von einzelnen Bewilligungsträgern wie es der VSV bspw. für Bewilligungsträger nach Kollektivanlagegesetz und direktunterstellte Finanzintermediäre oder die SIX Swiss Exchange und die BX Berne eXchange für die Börsen und börsenähnlichen Einrichtungen vorschlagen, ist hingegen nicht vorgesehen. Die FINMA verlangt auf Basis der Gewährs- und Organisationsvorschriften, dass sich alle prudentiell Beaufsichtigten mindestens einmal jährlich Gedanken machen, inwiefern sie von im Rundschreiben adressierten Risiken betroffen sind. Die allfällige Nichtanwendung bestimmter Organisationsvorschriften soll stets das Ergebnis solcher Überlegungen sein.

Auf DUFI finden die Organisationsvorschriften des VII. Kapitels im Übrigen gemäss Rz 4 des revidierten Rundschreibens keine Anwendung. Dies, weil sich aus den Sorgfaltspflichten des Geldwäschereigesetzes aus Sicht der FINMA keine weitergehenden Organisationsvorschriften im Bereich der Marktaufsicht ableiten lassen.

3.9.3 Praktische Fragen zur Risikoeinschätzung

Stellungnahmen

Verschiedene Teilnehmer (SwissBanking, Bär & Karrer, SVV) wünschen klarere Kriterien zur Beurteilung der Frage, welche Beaufsichtigten die jährliche Risikoeinschätzung vorzunehmen haben und wer unter welchen Bedingungen gegebenenfalls darauf verzichten kann. CFA beantragt explizit genauere Regeln in Bezug auf Art und Umfang des Risikos, Eintrittswahrscheinlichkeit und mögliche Konsequenzen, die als objektive Richtschnur die Entscheidung für oder wider die Einführung von Organisationspflichten und die Festlegung deren Umfangs erleichtern würden.

Darüber hinaus wird befürchtet, das Erstellen der Risikoeinschätzung habe einen beträchtlichen Mehraufwand zur Folge, der sich insbesondere bei Beaufsichtigten nicht rechtfertige, die aufgrund anderer gesetzlicher Vorgaben bereits zur Vornahme einer ähnlichen Risikoerfassung verpflichtet seien (SwissBanking, Raiffeisen, SIX Swiss Exchange, Verband der Auslandsbanken).

Würdigung

Es ist die Aufgabe der Beaufsichtigten, in Kenntnis ihres Geschäftsmodells Kriterien zu entwickeln und Abgrenzungen vorzunehmen. Eine Aufzählung von Abgrenzungskriterien durch die FINMA wäre einerseits immer generisch und unvollständig und liefe daher Gefahr, einzelnen Beaufsichtigten nicht gerecht zu werden und/oder ihnen eine falsche Sicherheit zu vermitteln. Andererseits soll das Erfordernis der Risikoeinschätzung die prudentiell Beaufsichtigten dazu anhalten, sich regelmässig über ihre Risikosituation im Rahmen des Anwendungsbereichs des Rundschreibens bewusst zu werden, ohne dabei in ihrer Einschätzung präjudiziert zu werden.

Doppelspurigkeiten sind bei der Erstellung der Risikoeinschätzung nicht erwünscht. Wer als Beaufsichtigter bereits aufgrund anderer gesetzlicher Vorgaben einen Risikobericht erstellt (bspw. Banken

und Effekthändler im Rahmen der Risikoerfassung und Kontrolle nach dem FINMA-Rundschreiben 08/24 "Überwachung und interne Kontrolle Banken"), kann die unter dem Rundschreiben zu prüfenden Fragestellungen ohne weiteres in diesen Bericht integrieren. Das Vorgehen ist mit der Prüfgesellschaft abzustimmen. Erforderlich ist einzig, dass die Risikoeinschätzung gemäss Rundschreiben mindestens einmal im Jahr vorgenommen wird. Wird im Rahmen der Analyse festgestellt, dass sich die Risikosituation im Lauf der Zeit nicht verändert hat, muss die Berichterstattung nicht aktualisiert werden. In solchen Fällen bleiben die Kosten nach erstmaliger Durchführung der Analyse gering.

3.9.4 Umgang mit marktmissbräuchlichen Geschäften

3.9.4.1 Abklärung, Verzicht auf Mitwirkung, GwV-FINMA-Vorbehalt

Stellungnahmen

SwissBanking befürchtet, der Hinweis auf die Geldwäschereiverordnung-FINMA verlange implizit entgegen dem klaren Wortlaut von Rz 38 des Entwurfs doch eine systematische Überwachung von Kunden, die Primärinsider sind und einen Vermögensvorteil von über 1 Mio. CHF erzielen. Homburger ergänzt, es könne kein zuverlässiger Prozess aufgesetzt werden, der eine Unterscheidung nach erzielbarem Vermögensvorteil ermögliche.

Gemäss Baker & McKenzie ist sicherzustellen, dass eine Mitwirkung nur in klaren Fällen verweigert werden muss. Ansonsten bestehe ein nicht abwälzbares Haftungsrisiko wegen verzögerter Ausführung.

Würdigung

Das revidierte Rundschreiben führt in Rz 47 nicht die Pflichten der Geldwäschereigesetzgebung weiter aus. Der Vorbehalt betreffend Art. 19 GwV-FINMA weist lediglich darauf hin, dass diese Bestimmung anwendbar ist und stellt klar, dass sie nicht etwa durch das Rundschreiben Marktverhaltensregeln derogiert wird. Entsprechend waren die Ausführungen auf S. 14 f. des Erläuterungsberichts eine Hilfestellung, indem sie darstellen, welche Fragen die neuen Geldwäschereivortaten allenfalls aufwerfen könnten. Die Abklärungspflichten nach Rz 47 des revidierten Rundschreibens sind von jenen der Geldwäschereigesetzgebung abzugrenzen. Rechtliche Grundlage von Rz 47 des revidierten Rundschreibens sind die Gewährens- und Organisationsvorschriften und die Regeln zum Umgang mit risikobehafteten Geschäften. Diese Normen stehen parallel zur Geldwäschereigesetzgebung.

Anzeichen, die auf ein marktmissbräuchliches Geschäft hinweisen und allenfalls bei Beaufsichtigten die Pflicht auslösen könnten, auf eine Mitwirkung zu verzichten, müssen lediglich dort erkennbar sein, wo die Transaktion intern bearbeitet wird. Ebenso müssen die Anzeichen im Rahmen der üblichen Geschäftstätigkeit mit einem Kunden erkennbar werden. Es geht bspw. nicht um Anzeichen, die aufgrund von durch Informationsbarrieren getrennten Bereichen gar nicht offensichtlich werden können. Grosse Institute sind nicht verpflichtet, sämtliche bei ihnen vorhandenen Informationen zusammenzutragen, um auf Anzeichen zu stossen. Zu einer Handlung verpflichten hingegen immer offensichtlich unübersehbare Anzeichen.

3.9.4.2 Meldepflicht nach Art. 29 FINMAG

Stellungnahmen

Baker & McKenzie und SwissBanking stellen die Frage, ab wann eine die Meldepflicht gemäss Rz 38 des Entwurfs auslösende Information vorliegt.

CFA findet die Meldepflicht gemäss Rz 38 des Entwurfs zu wenig weit gehend und fordert, dass Beaufsichtigte bereits offensichtliche Vergehen nach Rz 37 des Entwurfs an die Aufsichtsbehörden melden müssen. Anders sei eine konsequente Durchsetzung der Marktverhaltensregeln nicht machbar.

Würdigung

Auch unter Rz 48 des revidierten Rundschreibens sind klare Anzeichen für eine Verletzung von Art. 33e oder Art. 33f BEHG erforderlich, wobei Nachforschungspflichten gemäss Rz 47 des Entwurfs eben gerade nicht bestehen. Eine weitergehende Meldepflicht lässt sich nach Ansicht der FINMA aus Art. 29 FINMAG nicht herleiten und bedürfte daher einer gesonderten gesetzlichen Grundlage. Im Übrigen wird auf die Ausführungen zur Anwendung von Art. 29 Abs. 2 FINMAG im Erläuterungsbericht (S. 15) verwiesen.

3.9.5 Informationsbarrieren

3.9.5.1 Generelle Bemerkungen

Stellungnahmen

Der SVV moniert, die Regeln zu den Informationsbarrieren seien sehr weit gefasst und auf eine Investmentbank ausgerichtet, während bei anderen Beaufsichtigten das Problem nur auftrete, wenn sie selbst mit einer Akquisition oder einem Verkauf eines Geschäftsteils befasst sind und börsennotierte Effekten vorhanden sind.

SwissBanking kann nicht nachvollziehen, wieso die Safe Harbours generell abgeschafft werden und beantragt, es sei eine Formulierung zu wählen, die dem Umstand Rechnung trägt, dass Informationsmissbrauch nie gänzlich vermieden werden kann. Letzterer Auffassung schliesst sich Raiffeisen an.

Würdigung

Der risikobasierte Ansatz trägt der unterschiedlichen Situation der Beaufsichtigten betreffend das Vorhandensein von Insiderinformationen Rechnung. Nur, wer tatsächlich über Insiderinformationen verfügt, ist gehalten, seine Organisation darauf auszurichten und den Umgang mit diesen Informationen zu überwachen.

Die Ausgestaltung von Safe Harbours bezüglich der marktmissbräuchlichen Verbotstatbestände erfolgt neu in der Börsenverordnung. Die FINMA äussert sich in ihrem Rundschreiben punktuell dazu,

welche Verhaltensweisen sie als rechtsmissbräuchlich erachtet, in welchen Fällen sie rechtmässiges Handeln vermutet und wie sie das ihr im Einzelfall zustehende Ermessen auszuüben gedenkt.

3.9.5.2 Trennung von Insiderinformation und Entscheidungsfindung

Stellungnahmen

SwissBanking, Raiffeisen und Homburger halten Rz 40 des Entwurfs für zu weit gefasst und nicht praktikabel. Homburger bringt es dahingehend auf den Punkt, dass gemäss dem Wortlaut des Entwurfs der Handelschef nicht mehr Mitglied der Geschäftsleitung sein könnte.

SwissBanking und SFA halten zudem fest, dass unter dem bisherigen FINMA-RS 08/38 ein Wall Crossing möglich gewesen sei, was dem Entwurf nicht mehr entnommen werden könne.

Raiffeisen bringt verbunden mit dem Wunsch nach mehr Konsistenz vor, dass der Entwurf die Mitarbeitenden von Krediteinheiten aussen vor lasse, die gemäss Rz 61 und 62 des FINMA-RS 08/38 organisatorisch unabhängig zu erfassen gewesen seien. Diese Vorgabe habe erheblichen Umsetzungsaufwand gefordert, der nun offenbar unerheblich geworden sei.

Würdigung

Rz 50 des revidierten Rundschreibens wird angepasst, der Satzteil „noch irgendeine andere natürliche Person, die die Entscheidung zum Handel mit solchen Effekten beeinflussen könnte“ wird gestrichen. Damit wird sichergestellt, dass wer über den Handel mit Effekten und Finanzinstrumenten entscheidet, keine Insiderinformationen hinsichtlich dieser Effekten und Finanzinstrumente hat und wer solche Informationen hat, nicht entscheiden darf. Diese Regelung reicht aus, um den Schutzzweck von Art. 33e BEHG zu erreichen und erschwert gleichzeitig die internen Abläufe und Organisationen nicht über Gebühr.

Wall Crossing wird neu in Art. 55g BEHV adressiert, womit sich eine Regelung im Rundschreiben erübrigt. Hingegen wird klargestellt, dass Effektengeschäfte in anderen Organisationsbereichen möglich sind, sofern Insiderinformationen in Vertraulichkeitsbereichen isoliert werden können (vgl. Rz 52 FINMA-RS 08/38).

Rz 49 ff. des revidierten Rundschreibens fassen neu alle Bestimmungen zum Umgang mit Informationsbarrieren und Vertraulichkeitsbereichen zusammen. Die betroffenen Institute haben aufgrund des risikobasierten Ansatzes mehr Spielraum als unter dem alten Regime: Die Absonderung einer Kreditabteilung ist daher nur noch dann notwendig, wenn diese tatsächlich Zugang zu Insiderinformationen hat.

3.9.6 Überwachung von Mitarbeitergeschäften

3.9.6.1 Wirtschaftliche Berechtigung und Vollmachten für Depots und Konti

Stellungnahmen

Verschiedene Teilnehmer (SwissBanking, Verband der Auslandsbanken in der Schweiz, Homburger) machen geltend, wirtschaftlich Berechtigte hätten keine Möglichkeit, von einer Drittbank Informationen über dortige Depots und Konti zu erhalten, um sie ihrem Arbeitgeber zur Verfügung zu stellen. Auch die Überwachung von Depots und Konti, für welche ein Mitarbeiter nur eine Vollmacht habe, sei zu weitgehend.

Würdigung

Die jederzeitige Einsichtnahme in alle privaten Handelsaktivitäten der Mitarbeiter ist bereits unter dem bisherigen FINMA-RS 08/38 "Marktverhaltensregeln" zu gewährleisten.¹⁴ Unter dem neuen Regime müssen sich die Mitarbeiter so organisieren, dass sie die verlangten Informationen im Bedarfsfall beibringen können. Den Beaufsichtigten wird damit kein zwingend einzuhaltender laufender Überwachungsauftrag erteilt. Die Bestimmungen sind auch hier aufgrund des risikobasierten Ansatzes flexibel und können bedarfsgerecht umgesetzt werden, indem für verschiedene Mitarbeiterkategorien verschiedene Vorgaben gemacht werden. Sind bei einem Beaufsichtigten gar keine Insiderinformationen vorhanden, so ist es sogar denkbar, hinter Rz 55 des revidierten Rundschreibens zurückzugehen und keine Überwachung von Mitarbeitergeschäften vorzusehen. Sobald Insiderinformationen vorhanden sind, bleibt es beim Mindeststandard der Möglichkeit zur jederzeitigen Einsichtnahme.

3.9.6.2 Überwachung von Geschäften der Mitglieder des Verwaltungsrats

Stellungnahmen

Eine Vielzahl von Teilnehmern (SwissBanking, SVV, Verband der Auslandsbanken in der Schweiz, Raiffeisen) hält es für unhaltbar, dass die Vorschriften zur Überwachung von Mitarbeitergeschäften nun explizit auch Verwaltungsräte erfassen sollen. Insbesondere bei nicht-exekutiven Verwaltungsräten mit Wohnsitz und Bankbeziehungen im Ausland sei dies praktisch unmöglich. Aber auch für die übrigen Verwaltungsräte hätten per definitionem eine angemessene Distanz zum Tagesgeschäft und könnten – abgesehen vom eigenen Institut – kaum Insiderwissen generieren. Generell sei eine solche Vorgabe höchstens bei exekutiven Verwaltungsräten mit Wohnsitz in der Schweiz umsetzbar, da sie nur in diesen Fällen in den Arbeitsvertrag aufgenommen werden könne.

Würdigung

Der vorgesehene Anwendungsbereich der Überwachung von Mitarbeitergeschäften wird nicht eingeschränkt, auch Verwaltungsratsmitglieder sind grundsätzlich von diesen Bestimmungen erfasst. Die

¹⁴ Vgl. Ziff. 10 der Frequently Asked Questions (<http://www.finma.ch/d/faq/beaufsichtigte/Seiten/faq-marktverhalten.aspx>).

FINMA betrachtet die Mitarbeitergeschäfte aus einer Organisations- und Gewährsperspektive, die Beaufsichtigten müssen sich über ihre diesbezügliche Risikosituation ein Bild machen können. Verwaltungsratsmitglieder aller beaufsichtigten Institute sind Gewährspersonen, selbst wenn sie ihren Wohnsitz nicht in der Schweiz haben. Hinzu kommt, dass Verwaltungsratsmitglieder in der Praxis nicht selten Zugang zu Insiderinformationen erhalten, insbesondere wenn es um strategische Akquisitionen oder Verkäufe von Unternehmensteilen geht. Dies zeigt nicht zuletzt die Vielzahl der Fälle von Insiderabklärungen gegen Verwaltungsratsmitglieder, die die FINMA in den vergangenen Jahren durchgeführt hat. Zudem ermöglicht die Einsichtnahme in die Depot- und Kontobeziehungen der Verwaltungsratsmitglieder den Gesellschaften eine Kontrolle über die Offenlegung von Management-Transaktionen. Rz 55 des revidierten Rundschreibens lässt jedoch eine unterschiedliche Überwachung verschiedener Mitarbeiterkategorien zu. Es ist daher denkbar, selbst innerhalb der Verwaltungsratsmitglieder bspw. nach exekutiver oder nicht-exekutiver Tätigkeit und nach Wohnsitz im In- oder Ausland zu unterscheiden. Hinsichtlich nicht-exekutiver Verwaltungsratsmitglieder mit Sitz im Ausland könnte bspw. auf die Offenlegung von Geschäften verzichtet werden, die mit dem Geschäftsgang der fraglichen Gesellschaft in keiner Weise verbunden sind. Ebenso ist klar, dass Verwaltungsratsmitglieder kleinerer Institute möglicherweise anders zu überwachen sind als jene grösserer Beaufsichtigter. Rz 55 bietet hier umfassende Flexibilität, es ist bloss nicht zulässig, dann nicht zu überwachen, wenn Risiken vorhanden sind.

3.9.6.3 Mitarbeiterkategorien

Stellungnahmen

SwissBanking wirft die Frage auf, weshalb eine Kontoüberwachung zur Verhinderung von Insidergeschäften erforderlich sei.

Für den SVV bringt der risikobasierte Ansatz hier keine Entlastung. Insbesondere sei die Verpflichtung, Einblick in alle relevanten Konto- und Depotbeziehungen sicherzustellen auf Mitarbeiter im Handelsraum von Effekthändlern zu beschränken.

Würdigung

Vgl. die Würdigung zu Ziffer 3.9.6.2 hiervoor.

Ergänzend wird festgehalten, dass die Depotbewegungen im Normalfall nur anhand der Kontoauszüge nachvollzogen werden können, da die Depotauszüge einen statischen Blick auf den Stand eines Depots im Moment des Auszugs geben. In Rz 53 des revidierten Rundschreibens wird klargestellt, dass nur jene Kontobeziehungen zu überwachen sind, die mit den Depots in Verbindung stehen.

3.9.7 Watch List und Restricted List

Stellungnahmen

Der SVV hält fest, dass die Begriffe Watch List und Restricted List für Versicherungen, Fondsleitungen und Vermögensverwalter seltsam anmuten, da die Begriffe in deren Vokabular bereits anders besetzt seien.

Die SIX Exchange Regulation und die SIX Swiss Exchange bringen vor, das Führen einer Watch List würde ihre Kapazitäten übersteigen und zudem zu Doppelspurigkeiten mit bestehenden Prozessen und Dokumentationen führen.

Würdigung

Entscheidend ist, dass die Beaufsichtigten Listen mit den gemäss Rz 57 und 58 des revidierten Rundschreibens verlangten Informationen führen, sofern dies aufgrund ihrer Risikoeinschätzung angezeigt ist. Wie diese Listen bezeichnet werden, ist den Beaufsichtigten überlassen und kann mit der Prüfgesellschaft individuell vereinbart werden.

Haben Beaufsichtigte umfassende Restriktionen zum Handel mit kotierten Titeln erlassen, weil sie Zugang zu einer derartigen Vielzahl von Insiderinformationen haben und eine solche Massnahme zweckmässig erscheint (bspw. Börsen), können sie im Rahmen ihrer Risikoeinschätzung zum Schluss kommen, dass das Führen einer Watch und Restricted List für sie keinen Zusatznutzen bringt und nicht risikomindernd wirkt.

3.9.8 Aufzeichnungspflichten

3.9.8.1 „Aufsichtsrechtlich relevante Sachverhalte“

Stellungnahmen

Etliche Teilnehmer (SwissBanking, Verband der Auslandsbanken in der Schweiz, Raiffeisen) beantragen, der Begriff der „nach diesem Rundschreiben aufsichtsrechtlich relevanten Sachverhalte“ in Rz 49 des Entwurfs sei zu präzisieren.

Würdigung

Rz 59 des revidierten Rundschreibens bezieht sich auf die von Art. 33e und 33f BEHG sowie den Kapiteln III-VI des Rundschreibens abgedeckten Sachverhalte. Sie wird entsprechend ergänzt.

3.9.8.2 Aufzeichnungspflichten für Mitarbeiter ausserhalb des Handelsraums und für private Mobiltelefone

Stellungnahmen

Verschiedene Teilnehmer (SwissBanking, Verband der Auslandsbanken in der Schweiz, Vereinigung Schweizerischer Privatbankiers, SVV, SIX Exchange Regulation, Homburger, Raiffeisen, Baker & McKenzie, Bär & Karrer) halten insbesondere die Ausdehnung der Aufzeichnungspflichten auf Mitarbeiter ausserhalb des Handelsraums von Effekthändlern und auf private Mobiltelefone für unverhältnismässig und nicht gerechtfertigt.

CFA beantragt, es seien auch Arbeitsgespräche zwischen Fondsmanagern, Analysten und Händlern und Firmenvertretern aufzuzeichnen.

Würdigung

Rz 60 und 61 des revidierten Rundschreibens werden angepasst. Die Aufzeichnungspflichten hinsichtlich der Telefongespräche beschränken sich wie bisher auf die im Effektenhandel tätigen Mitarbeiter im Handelsraum, wobei hier auch die privaten und geschäftlichen Mobiltelefone zu überwachen sind. Sollen oder können Gespräche über private Mobiltelefone nicht aufgezeichnet werden, ist deren Gebrauch zu untersagen. Wird die Verwendung von Mobiltelefonen im Handelsraum generell untersagt, so muss auch keine Aufzeichnung vorgenommen werden.

Diese Aufzeichnungen sowie die elektronische Korrespondenz und die Nachweise der über Geschäftstelefone getätigten Verbindungen (Einzelbindungsnachweis) aller im Effektenhandel tätigen Mitarbeiter sowie auch derjenigen Mitarbeiter, die gemäss Risikoeinschätzung in besonderem Mass dem Erhalt von für die Marktaufsicht relevanten Informationen ausgesetzt sind, während mindestens zweier Jahre aufzubewahren und der FINMA bei Bedarf unverändert zugänglich zu machen.

3.9.9 Hochfrequenzhandel / Algorithmischer Handel

Stellungnahmen

SIX Swiss Exchange bezeichnet es als nicht nachvollziehbar, weshalb der Hochfrequenzhandel hier gesondert hervorgehoben wird, da manipulatives Handeln in jedem Fall unzulässig sei. Baker & McKenzie hält die Ausführungen in Rz 52 des Entwurfs für überflüssig, da sie nur den Gesetzestext wiederholten.

Etliche Teilnehmer (SwissBanking, Bär & Karrer, Raiffeisen, Baker & McKenzie) wünschen sich eine Präzisierung der Dokumentationspflicht. Diese sollte ihres Erachtens eher auf rudimentärer Basis erfolgen, um für Dritte nachvollziehbar zu bleiben. SIX Swiss Exchange möchte auf die Dokumentationspflichten generell verzichten.

CFA weist darauf hin, dass eine wertneutrale Betrachtung des Hochfrequenzhandels möglicherweise nicht mehr aktuell sei und beantragt, der Wortlaut von Rz 53 des Entwurfs sei dahingehend zu ergänzen, dass die Strategien zu jedem Zeitpunkt auf für Dritte nachvollziehbare Art dokumentiert werden.

Würdigung

Es gilt das unter Ziffer 3.7.2 Gesagte. Die Beaufsichtigten werden in Rz 62 des revidierten Rundschreibens darauf hingewiesen, dass algorithmischer Handel und Hochfrequenzhandel auch mit Blick auf die Verbotsnormen von Art. 33f BEHG zu überprüfen sind und dass auch in diesem Bereich gegebenenfalls Vorkehrungen gegen marktmissbräuchliches Handeln getroffen werden müssen.

Die Dokumentation der algorithmischen Handelssysteme gemäss Rz 63 des revidierten Rundschreibens hat insbesondere mit Blick auf einen allfälligen Marktmissbrauch zu erfolgen. Es muss bspw. nachvollziehbar sein, ob es um eine Arbitragestrategie geht oder ob ein VWAP-Algorithmus vorliegt. Dabei kann sich die Dokumentation auf die wesentlichen Merkmale beschränken.

Die Ausführungen zum Thema Hochfrequenzhandel und algorithmischer Handel erfolgen in der Tat wertneutral. Eine allfällige Wertung dieser Handelsstrategien ist nicht Gegenstand dieses Rundschreibens.

3.9.10 Prüfung

Stellungnahmen

Die Fachkommission Bankenprüfung der Treuhand-Kammer beantragt, die Bestimmungen über die Prüfungen in Rz 54 des Entwurfs auf das FINMA-Rundschreiben 13/03 "Prüfwesen" abzustimmen.

Der VSV beantragt, DUF1 seien generell von den Prüfpflichten gemäss Rz 54 des Entwurfs zu befreien, da die von der FINMA für DUF1 anerkannten Prüfgesellschaften dazu fachlich nicht in der Lage seien.

Würdigung

Der Antrag der Fachkommission wird berücksichtigt.

Hinsichtlich der Prüfung von DUF1 wird festgehalten, dass die Organisationspflichten des VII. Kapitels des totalrevidierten Rundschreibens für DUF1 gemäss Rz 4 des revidierten Rundschreibens nicht anwendbar sind.

3.10 Weitere Neuerungen

3.10.1 Zulässigkeit eines VWAP-Handelssystems bei Rückkaufprogrammen

Rückkaufprogramme werden in Europa und den USA mitunter unter Anwendung des volumengewichteten Durchschnittspreis (VWAP)¹⁵ durchgeführt. Der Effekthändler wird dabei vom Emittenten beauftragt, eigene Titel zum VWAP zurückzukaufen. Der Emittent hat dabei keine Kontrolle über den Preis, zu welchem die Finanzinstrumente erworben werden. Die dem VWAP zugrundeliegenden Algorithmen führen zudem i.d.R. zu einem reaktiven marktschonenden Rückkaufsverhalten, da die Transaktionen über den Tag verteilt und entsprechend den abgewickelten und kurzfristig erwarteten Volumina und Preisen erfolgen. Solange die mittels VWAP-Algorithmen erfolgten Rückkäufe nicht zu Preisverzerrungen führen (z.B. aufgrund eines „price-completion“-Parameters), wird grundsätzlich marktintegres Verhalten angenommen. Eine entsprechende Vermutung wird in Rz 39 des revidierten Rundschreibens eingefügt.

3.10.2 Preisstabilisierung bei öffentlicher Effektenplatzierung ohne Beteiligung der Emittentin

Ist die Emittentin im Rahmen einer öffentlichen Effektenplatzierung ausnahmsweise nicht beteiligt, wenn bspw. ein Grossaktionär einen Teil seiner Beteiligung öffentlich zum Verkauf anbietet, so laufen die an der öffentlichen Effektenplatzierung beteiligten Parteien Gefahr, bei einer Preisstabilisierung aus dem Anwendungsbereich des Safe Harbours gemäss Art. 55e BEHV zu fallen, wenn die Emittentin den ihr gemäss Art. 55e Bst. e und f BEHV obliegenden Pflichten nicht nachkommt. Um dies zu verhindern wird in Rz 40 des revidierten Rundschreibens vermutet, dass in solchen Fällen kein Verstoß gegen Art. 33f BEHG vorliegt, sofern die beteiligten Parteien sämtliche übrigen Safe Harbour-Regeln einhalten. Eine Regelung analog zu Art. 9 Abs. 3 der Verordnung (EG) Nr. 2273/2003 der Kommission (Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmassnahmen), wonach die Informationspflichten bei Kursstabilisierungsmassnahmen nicht nur von der Emittentin, sondern auch von Bietern oder Unternehmen, die die Stabilisierungsmaßnahme durchführen, erfüllt werden können, würde gegen den Wortlaut von Art. 55e Bst. e und f BEHV verstossen und kann daher nicht eingeführt werden.

3.10.3 Verhalten während Handelsunterbrüchen

Art. 55b Abs. 1 Bst. e und Art. 55e Bst. d BEHV untersagen das Stellen von Kursen während Handelsunterbrüchen sowie während der Eröffnungs- oder der Schlussauktion für jene Marktteilnehmer, die von den Safe Harbour Bestimmungen der Börsenverordnung profitieren wollen. In Rz 36 des revidierten Rundschreibens wird klargestellt, dass bereits gestellte Kurse während Handelsunterbrüchen nicht gelöscht werden müssen. Dies einerseits aus Gründen der Praktikabilität, da ein Handelsunterbruch von den Händlern nicht immer bemerkt wird. Andererseits aber auch, weil das Löschen und/oder Ändern von Kursen während Handelsunterbrüchen gegebenenfalls selbst gegen Art. 33e oder 33f BEHG verstossen könnte.

¹⁵ Der VWAP setzt das wertmässige Handelsvolumen über einen bestimmten Zeitraum (i.d.R. ein Handelstag) ins Verhältnis zum mengenmässigen Handelsvolumen eines Finanzinstruments.

3.11 Übergangsbestimmungen

Stellungnahmen

Raiffeisen, SVV, SwissBanking und SIX Swiss Exchange beantragen übereinstimmend, die Übergangsfrist auf 12 Monate festzulegen. SwissBanking fragt zudem, ab wann bzw. für welche Berichtsperiode erstmals ein Bericht i.S.v. Rz 37 des Entwurfs erstattet werden müsse.

Würdigung

Die Übergangsfrist zur Umsetzung der Organisationsvorschriften wird insbesondere mit Blick auf jene Institute, die dem Rundschreiben 08/38 nicht unterstehen bis zum 1. Januar 2015 verlängert. Die Risikoeinschätzung ist hingegen erstmals bereits bis zum 1. April 2014 zu erstellen.

4 Regulierungsfolgenabschätzung

Die Ausführungen in den Kapiteln III bis V des Entwurfs dienen der Umsetzung übergeordneten Rechts. Sie erläutern, wie die FINMA das ihr bei der Beurteilung von Insiderhandel und Marktmissbrauch zustehendes Ermessen auszuüben gedenkt und generieren keine weiteren Kosten. Dies gilt auch für die Ausführungen im VI. Kapitel, das Klarstellungen der FINMA zur Durchsetzung der bestehenden Gewährspraxis beinhaltet.

Die Organisationspflichten im VII. Kapitel des Entwurfs sind für alle Beaufsichtigten mit Ausnahme der Banken und Effektenhändler neu. Die Umsetzung wird daher insbesondere im ersten Jahr zunächst erheblichen Mehraufwand mit sich bringen. Dies wird sich jedoch bei unveränderter Risikosituation in den Folgejahren nicht in vergleichbarem Ausmass wiederholen. Kosten entstehen diesfalls vornehmlich für die Beurteilung, ob Veränderungen der Risikoparameter eingetreten sind. Bei Banken und Effektenhändlern wird kein erheblicher Mehraufwand erwartet. Im Vergleich zum Rundschreiben 08/38 Marktverhaltensregeln kann aufgrund der stärkeren Fokussierung auf die Risikokomponente sogar eine Aufwandverringerung eintreten. In diesem Zusammenhang wird nochmals darauf hingewiesen, dass das totalrevidierte Rundschreiben mit seinem risikobasierten Ansatz keine Doppelspurigkeiten und redundanten Risikoeinschätzungen hervorrufen will. Soweit Elemente einer Risikoeinschätzung bereits vorhanden sind, können diese auch im Anwendungsbereich des totalrevidierten Rundschreibens herangezogen werden. Hinsichtlich der Aufzeichnungspflichten wird davon ausgegangen, dass die rasanten Fortschritte in der Speichertechnik der letzten Jahre insbesondere auch mit Blick auf die verlängerten Aufbewahrungspflichten keine zusätzlichen Kosten generieren werden.

Allfälligen Aufwendungen der Beaufsichtigten steht die Vermeidung oder zumindest die Reduktion von Reputationsschäden und Rechtsrisiken mit entsprechenden Folgekosten gegenüber, da das totalrevidierte Rundschreiben den Beaufsichtigten mit den Organisationspflichten eine Leitlinie an die Hand gibt, wie der Materialisierung von Risiken im Bereich des Marktmissbrauchs entgegen gewirkt werden kann.

5 Weiteres Vorgehen

Die FINMA hat die eingegangenen Stellungnahmen und vorgebrachten Kritikpunkte sorgfältig analysiert und bei der Redaktion des Rundschreibens berücksichtigt, soweit dies innerhalb des gesetzlichen Rahmens möglich und aus aufsichtsrechtlicher Sicht sinnvoll erschien. Entsprechend hat die definitive Fassung des totalrevidierten Rundschreibens Marktverhaltensregeln im Verhältnis zum Entwurf eine Vielzahl von Präzisierungen sowie etliche materielle Ergänzungen und vereinzelt formelle Anpassungen erfahren.

Das totalrevidierte Rundschreiben Marktverhaltensregeln wird am 1. Oktober 2013 in Kraft gesetzt.