

Eidg. Bankenkommission,  
Börsen und Märkte  
Postfach  
3001 Bern

Zustellung per Email an  
[marcel.aellen@ebk.admin.ch](mailto:marcel.aellen@ebk.admin.ch)

## **Vernehmlassung über Marktmissbrauchsregeln**

Sehr geehrte Damen und Herren

Die Swiss Society of Investment Professionals ([www.ssip.org](http://www.ssip.org)) nimmt hiermit Stellung zum vorliegenden Entwurf eines Rundschreibens zur Verhinderung von Marktmissbräuchen. Die SSIP wurde 1996 gegründet und vereint in erster Linie jene ca. 1000 Inhaber des Chartered Financial Analyst (CFA) – Diploms bei sich, die in der Schweiz ansässig sind. Die SSIP ist ferner Mitglied der global tätigen Association of Investment Management and Research ([www.aimr.org](http://www.aimr.org)), mit der sie ihre Advocacy-Aktivitäten koordiniert.

### *Allgemeine Bemerkungen*

Die Mitglieder von AIMR und SSIP verpflichten sich zur Einhaltung klarer ethischer Standesregeln<sup>1</sup>, deren Verletzung mit einer Reihe von Sanktionen beantwortet werden kann, die bis zum Entzug des CFA-Diploms gehen können. In diesem Sinne begrüßen wir grundsätzlich transparente Praktiken bei Marktmissbrauchsregeln, obwohl wir eine höhere Allgemeinverbindlichkeit des Regelwerks unterstützen würden. Die Tatsache, dass relevante Marktteilnehmer ausserhalb des Geltungsbereichs des Regelwerks liegen, kann zu grossen Umsetzungsproblemen führen.

---

<sup>1</sup> [http://aimr.org/pdf/standards/german\\_code.pdf](http://aimr.org/pdf/standards/german_code.pdf); die kommentierte 8. Auflage des Standards of Practice Handbook (1999) liegt der physischen Version dieser Stellungnahme bei

Ferner würden wir es begrüßen, wenn die Arbeitsdokumente in Englisch abgefasst wären. Im Finanzdienstleistungsbereich ist dies die etablierte Arbeitssprache, welche auch von der SSIP bei der Kommunikation zwischen den Landesteilen verwendet wird. Zudem koordinieren wir unsere Stellungnahmen mit anderen europäischen Gremien, deren Arbeitssprache ausschliesslich Englisch ist.

Im weiteren werden wir unter Verweis auf die jeweiligen Randziffern des Entwurfs vom Dezember 2003 thematisch gruppiert Stellung nehmen.

#### *Ausgangslage und Zweck (Rz 1-4)*

Wie bereits angetönt halten wir die Beschränkung von Marktmissbrauchsregeln auf regulierte Marktteilnehmer nicht für zweckmässig in dem Sinne, dass solche Regeln allgemein verbindlich sein sollten. Nur so können die Interessen aller Marktteilnehmer an effizient funktionierenden Finanzmärkten geschützt werden.

#### *Geltungsbereich (Rz 5-9)*

Der Inhalt des Rundschreibens richtet sich an alle regulierten schweizerischen Marktteilnehmer, die in der Schweiz mit Effekten handeln. Unklar bleibt, inwieweit die Finanzintermediäre im Sinne des Geldwäschereigesetzes (insbesondere Vermögensverwalter) von den Regelungen betroffen sein sollen. Eine diesbezügliche Klarstellung wäre wünschenswert.

#### *Preissensitive Informationen*

In Rz 15 wird eine objektive Definition preissensitiver Informationen gegeben, die sich u.a. auf die SWX-Regeln über die Ad-hoc Publizität abstützt. Wir halten eine solche objektive Definition nicht für zweckmässig, weil sie den Anwendungsbereich der Regeln zu stark einschränkt. Wir empfehlen Anwendung des Materialitätsbegriffs aus der angelsächsischen Insider-Doktrin bezüglich der „material, non-public information“<sup>2</sup>. Dieser Begriff würde Information als preissensitiv klassifizieren, wenn ein vernünftig handelnder Investor diese Information würde kennen wollen, bevor er seinen Investitionsentscheid fällt, d.h. sie verändert den über ein Anlageobjekt zur Verfügung stehenden Informationsmix massgeblich.

---

<sup>2</sup> S. 145 ff. Standards of Practice Handbook

Im Zusammenhang mit dem angelsächsischen Insider-Begriff verweisen wir auf die Mosaik-Theorie<sup>3</sup>. Diese Theorie besagt, dass der Finanzanalytiker durch Kombination von materiellen, öffentlichen und nicht-materiellen, nicht-öffentlichen Informationen zu Schlüssen kommen kann, die denen gleichwertig sind, die er durch die (rechtswidrige) Verwendung von materiellen, nicht-öffentlichen Informationen erlangen könnte, sofern diese ihm zur Verfügung stehen würden. Solche Kombinationsstätigkeit ist eine der Hauptaufgaben der Finanzanalyse und darf durch Marktmissbrauchsregeln keinesfalls behindert werden, ohne dass die Effizienz der Finanzmärkte leiden müsste. Wir sind uns bewusst, dass dem Finanzanalytiker für solche Fälle eine erhöhte Beweislast obliegt. Diese Obliegenheit erfüllt das AIMR-Mitglied in Anwendung von Standard IV.A.1 ohnehin, da es zu Aufzeichnungen über die fundierte und ausgewogene Darstellung verpflichtet ist.

Die Regel von Rz 19 über die Zulässigkeit von Transaktionen in Kenntnis halten wir für nicht praktikabel, da der verlangte Nachweis der Ausführung der Transaktion auch unter dem „Schleier der Ignoranz“ praktisch nicht durchführbar ist. Besonders bei Verwendung des breiteren Materialitätsbegriffs erscheint dieser Nachweis als geradezu unlogisch.

#### *Preisstabilisierung und Market Making (Rz 37-40)*

Gemäss Rz 38 sind Preisstabilisierungsmassnahmen auf einen im voraus bestimmten Zeitraum zu beschränken, und der Börse zu melden. Diese Bestimmung wirft die Frage auf, ob Informationen über Preisstabilisierungsmassnahmen bloss der Börse zur Verhinderung missbräuchlicher Transaktionen gemeldet werden sollten, oder ob diese Informationen der Allgemeinheit zugänglich gemacht werden sollten (Vertraulichkeit der Information). Die Regelung lässt ferner offen, wie mit Preisstabilisierungsmassnahmen in einem ausserbörslichen Markt vorgegangen werden sollte. Präzisierungen sind in beiden Fällen vonnöten.

#### *Andere marktmissbräuchliche Verhaltensweisen (Rz 52-64)*

Im übrigen halten wir die Klassifikation des Ausnutzens „neuralgischer Kurswerte“ als Marktmissbrauch in Rz 61 für systemfremd, führt doch die Marktdynamik gerade dazu, dass solche markttechnischen Eigenschaften bestenfalls kurzfristigen Bestand haben. Eine derartige Regel müsste zur Zementierung von „erfahrungsgemäss

---

<sup>3</sup> S. 228-231 Standards of Practice Handbook

charttechnisch wichtigen“ Widerständen führen, was nicht im Sinne effizient funktionierender Finanzmärkte wäre.

### *Interessenkonflikte von Finanzanalytikern*

Die Hervorhebung des Verbots von Eigenschaften der Finanzanalytiker in den von ihnen analysierten Titeln in Rz 92 relativ zu den anderen Regeln der in Rz 90 angeführten Richtlinie der Bankiervereinigung erscheint uns willkürlich, zumal andernorts zur Richtlinie analoge Regelungen ohne Verweis getroffen werden (z.B. Chinesische Mauern). Zumindest Interpretationsprobleme dürften dadurch nicht ausbleiben. Eine generelle, explizite Klärung bzw. Abgrenzung des Verhältnisses zwischen Richtlinie und Rundschreiben wäre aus unserer Sicht angezeigt.

Bezüglich des angeführten Verbotes von Eigenschaften der Finanzanalytiker gilt im besonderen, dass wir dieses Verbot als eine nicht verhältnismässige Beschränkung der Wirtschaftsfreiheit von Finanzanalytikern betrachten, gegen welche wir uns zur Wehr setzen.

Ein solches Verbot ist zwar zweckmässig zur Verhinderung von Interessenkonflikten, schießt aber klar über das Ziel hinaus, da Mittel zur Verfügung stehen, die dieses Ziel mit einer wesentlich geringeren Eingriffsintensität erreichen können. Es ist nicht erstaunlich, dass kein anderer massgeblicher Regulator eine derartiges Verbot kennt – im Gegenteil: die britische FSA hat ihre anfängliche Haltung zu Gunsten eines Verbots nun revidiert<sup>4</sup>. Auch der Bericht<sup>5</sup> einer Expertengruppe zu Handen der EU Kommission betrachtet die Optionen Verbot und Einschränkung als gleichwertig bezüglich der Zielerreichung. Verhältnismässigkeit gebietet folglich die Wahl des Mittels mit der geringeren Eingriffsintensität.

Im übrigen sind wir erstaunt über die Art, wie dieses Verbot zustande gekommen ist. Das Verbot war nachweislich nicht Teil der Empfehlungen einer von uns mitgetragenen SBVg-Arbeitsgruppe, sondern wurde nachträglich eingefügt. In diesem Punkt muss das angewendete Verfahren der Selbstregulierung als fehlerhaft bezeichnet werden, da uns als massgeblich betroffener Vertretung der Partei der Finanzanalytiker in diesem zentralen Punkt das rechtliche Gehör nicht gewährt wurde.

---

<sup>4</sup> <http://www.fsa.gov.uk/pubs/cp/205/> (Abschnitt 4, S. 30 ff.)

<sup>5</sup> [http://europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/finances/mobil/finanalysts/index\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/finances/mobil/finanalysts/index_en.htm) - die entsprechenden Empfehlungen finden sich auf S. 35f.

*Schlussbemerkungen*

Wir stehen Ihnen gerne für Fragen bezüglich unserer Kommentare zur Verfügung. Im übrigen würden wir uns freuen, wenn die EBK unsere Vereinigung in Zukunft bei der Vernehmlassung über Finanzmarkt-relevante Themen begrüßen würde.

Mit freundlichen Grüßen

SWISS SOCIETY OF INVESTMENT PROFESSIONALS

Christian Dreyer

Präsident

[president@SSIP.org](mailto:president@SSIP.org)

Allen Adler

Vize-Präsident

[allen.adler@hsbcpb.com](mailto:allen.adler@hsbcpb.com)

**Beilagen:**

- Standards of Practice Handbook, 8. Auflage, 1999, Association for Investment Management and Research AIMR, Charlottesville