

Gsch. Nr.
Dok. Nr.
Eingang: 14. Jan. 2008 EGIO
SB: AEM Registrator:
Kopie an:

Herr Dr. Marcel Livio Aellen
Eidgenössische Bankenkommission
Fürsprecher und Stv. Leiter Börse | Märkte
Schwanengasse 12
Postfach
3001 Bern

11. Januar 2008 MAB | SMX

Intern | MAB | PT BFR | Vernehmlassung Marktverhaltensregeln_11.01.08.doc

Dr. iur. **Benedikt Maurenbrecher**
Rechtsanwalt

Homburger AG
Weinbergstrasse 56 | 58
CH-8006 Zürich
Postfach 194 | CH-8042 Zürich
Telefon +41 43 222 10 00
Fax +41 43 222 15 00
benedikt.maurenbrecher
@homburger.ch

Vernehmlassung Rundschreiben "Aufsichtsregeln zum Marktverhalten"

Sehr geehrter Herr Dr. Aellen

Hiermit beziehen wir uns auf Ihr Schreiben vom 12. November 2007, mit welchem die EBK die interessierten Kreise zur Vernehmlassung zum rubrizierten Rundschreiben einlädt. Als Anwaltskanzlei, die nicht selten mit Fragen der Marktverhaltensregeln und entsprechenden Verfahren befasst ist, haben wir den Entwurf des Rundschreibens mit grossem Interesse zur Kenntnis genommen. Gerne entsprechen wir deshalb Ihrer Einladung und lassen Ihnen hiermit unsere Stellungnahme zum Entwurf zukommen.

1. Grundsätzliches

Aus unserer Sicht ist die Initiative der EBK, die Aufsichtsregeln zum Marktverhalten in einem Rundschreiben zu regeln, zu begrüssen. Insgesamt betrachten wir den Entwurf als ausgewogen und gut gelungen. Dabei erscheinen uns auch die Ecksteine des Entwurfs grundsätzlich richtig gesetzt zu sein. Dies gilt insbesondere für die folgenden Punkte:

- Die Festlegung klarer Missbrauchstatbestände einerseits und der Erlass von Safe Harbour Rules andererseits sollten dazu beitragen, dass die in diesem Bereich bestehende Unsicherheit reduziert wird und eine Annäherung an die internationalen Standards erreicht wird.

- Klarstellung des rein aufsichtsrechtlichen Charakters der Marktverhaltensregeln und Beschränkung auf beaufsichtigte Institute.
- Konzise Erfassung der wichtigsten inkriminierten Missbrauchstatbestände.

Gleichzeitig wäre aus unserer Sicht zu erwägen, den Entwurf in einigen Punkten anzupassen bzw. zu überarbeiten. Dabei handelt es sich nach unserem Verständnis zum Teil lediglich um Klarstellungen bzw. Präzisierungen.

2. Statuierung positiv formulierter Verhaltensanweisungen

Neben den vorstehend (Ziff. 1) genannten Punkten begrüßen wir grundsätzlich auch das Ziel, die Verbotslastigkeit des Vorgängerentwurfs zu korrigieren. Fraglich erscheint uns jedoch, ob dieses Ziel am besten dadurch erreicht wird, dass die Entschlackung der Verbotstatbestände durch die Statuierung positiv formulierter Verhaltensanweisungen kompensiert wird. Die Statuierung von positiv formulierten Verhaltensweisen könnte dahingehend missverstanden werden, dass e contrario jede abweichende Verhaltensweise grundsätzlich unzulässig ist. Dies zeigt sich beispielhaft bei den Bestimmungen über das echte Angebots- und Nachfrageverhalten. Hier statuiert der Entwurf nunmehr, dass Effektengeschäfte einem wirtschaftlichen Hintergrund und einem echten Angebots- und Nachfrageverhalten entsprechen müssen, worauf noch einzelne verpönte Tatbestände aufgeführt werden. Will man dem Wortlaut dieser Bestimmung gerecht werden, hätte dies für den Compliance-Alltag der Effektenhändler ganz erhebliche Auswirkungen. Insbesondere könnte geschlossen werden, dass der Effektenhändler – auch in Anwendung von Rz. 62 des Entwurfs – in der Lage sein muss, für jedes getätigte Geschäft (z.B. im Eigenhandel) den wirtschaftlichen Hintergrund und die "Echtheit" zu belegen.

Aus diesem Grund schlagen wir vor, die Notwendigkeit und Formulierung der positiv formulierten Handlungsanweisungen grundsätzlich und im Einzelfall noch einmal kritisch zu überprüfen.

3. Verwendung von vertraulichen und preissensitiven Informationen

Wir schlagen vor Rz. 6 zu streichen. Dies einerseits aufgrund grundsätzlicher Überlegungen (oben Ziff. 2). Andererseits ist die Regel, dass Effekten nur auf-

grund von allgemein zugänglichen oder veröffentlichten Informationen oder aus daraus abgeleiteten Information gehandelt werden dürfen, materiell überschüssend. So erfolgen z.B. Hedging Transaktionen nicht aufgrund solcher öffentlicher Informationen, sondern basieren auf der Kenntnis der Positionen des Effekthändlers. Da der Halter der Position (z.B. aus strukturierten Produkten) auch den Hedge machen muss, hilft hier Rz. 51 nicht weiter. Ebenso darf ein Trader etwa auch aufgrund der Kenntnis der Gegenpartei von Abschlüssen bzw. Offerten im Orderbuch der SWX handeln, solange kein sonstwie verpöntes Verhalten (z.B. squeezing oder cornering) vorliegt.

Darüber hinaus scheint die Definition der allgemein zugänglichen Informationen etwas eng geraten zu sein, wenn sie nur auf die Veröffentlichung via in der Finanzbranche üblicher Informationskanäle abstellt.

Wir schlagen deshalb vor Rz. 6 ersatzlos zu streichen und Rz. 7 bis 9 wie folgt als Ziff. 6 und 7 umzuformulieren:

- "6. *Das Ausnützen der Kenntnis von vertraulichen und preissensitiven Informationen für Effektingeschäfte ist nicht zulässig (Informationsmissbrauch).*
7. *Informationen über Effekten und Emittenten sind vertraulich, sofern sie nicht öffentlich zugänglich sind. Informationen sind öffentlich zugänglich, wenn sie in allgemein zugänglichen Medien (Zeitungen, Internet, usw.) oder auf den in der Finanzbranchen üblichen Informationskanälen (Börseninformations- bzw. -handelssysteme, Telekurs, Bloomberg, usw.) verbreitet werden, oder wenn sie von solchen abgeleitet werden."*

In Rz. 10, 5. Zeile, schlagen wir vor das Wort "fallweise" durch "gegebenenfalls" zu ersetzen.

In Rz. 12 schlagen wir in Anlehnung an Art. 1 Nr. 1 der EU-Marktmissbrauchsrichtlinie vor, unspezifische Informationen den Gerüchten gleichzustellen.

Als namentlich zulässige Effektingeschäfte und Usanzen sollten auch Hedging Transaktionen sowie der Eigenhandel und das Market Making unter Einbezug

von nicht-emittentenbezogenen proprietären Informationen des Effektenhändlers (z.B. über seine eigenen Positionen oder den Inhalt von Market-Making-Vereinbarungen) erwähnt werden.

4. Echtes Angebots- und Nachfrageverhalten

Aufgrund der grundsätzlichen Erwägungen (oben Ziff. 2) schlagen wir vor, Rz. 20 ersatzlos zu streichen. Rz. 21 und 22 enthalten nach unserem Verständnis dieselben materiellen Vorgaben wie Rz. 20 (Unzulässigkeit von manipulativen Praktiken). Mit der Streichung von Rz. 20 kann deshalb der Rückgriff auf eine doch recht schwammige positive Verhaltensregel vermieden werden.

Liquiditäts- und Preisverzerrungen durch Verursachen eines Überhangs an Verkaufs- oder Kaufaufträgen (Rz. 26) ist nicht per se ein Hinweis auf Marktmanipulation, da der entsprechende Auftragsüberhang auch ohne weiteres das Resultat eines echten Angebots- und Nachfrageverhaltens sein kann. Wir schlagen deshalb vor, Rz. 26 wie folgt neu zu formulieren:

"Liquiditäts- und Preisverzerrungen durch Verursachen eines Überhangs an Verkaufs- oder Kaufaufträgen ohne nachvollziehbaren wirtschaftlichen Hintergrund ("Ramping", "Capping", "Pegging")."

Die Regelung von Rz. 30 ist stark auf Aktienplatzierungen ausgerichtet und kann nicht verallgemeinert werden. Insbesondere bei der Emission von Wandelanleihen kommen i.d.R. andere oder veränderte Mechanismen zur Anwendung, ohne dass alle Parameter im Detail offengelegt würden. Daher ist u.E. Satz 2 zu streichen.

5. Verbreitung von preissensitiven Informationen

Die Erläuterungen zum Entwurf halten auf S. 7 unten fest, dass mit Bezug auf Finanzanalysten auf einzelne Vorgaben verzichtet und auf die entsprechende Selbstregulierung der SBVg verwiesen wird. Da auch Research preissensitiv sein kann schlagen wir vor, Rz. 35 analog Rz. 58 durch folgenden klarstellenden Satz zu ergänzen:

"Für Research gelten diesbezüglich die Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse der Schweizerischen Bankiervereinigung."

6. Treu und Glauben

Bekanntlich lässt die MiFID die sogenannte Internalisierung von Effekteschäften zu, sofern dem Grundsatz der bestmöglichen Auftragsausführung (*best execution*) nachgelebt wird. Wir schlagen deshalb vor, den Abschnitt über Treu und Glauben durch einen Abschnitt über namentlich zulässige Effekteschäfte und Usancen zu ergänzen und die systematische Internalisierung dort zu erwähnen.

In Rz. 41 wird das Ausnutzen der Kenntnis von Kundenaufträgen zur vorgängigen, parallelen oder unmittelbar danach anschliessenden Durchführung von gleichlaufenden Eigengeschäften generell als unzulässig erklärt. Dies geht unseres Erachtens zu weit. Zum einen kann ein parallel- oder after-running z.B. im Rahmen des Hedgings nicht nur unproblematisch, sondern aus Risikomanagementüberlegungen geradezu geboten sein. Dies gilt z.B. wenn der Effekthändler als Gegenpartei handelt und einem Kunden Effekten im eigenen Namen verkauft, sich aber seinerseits bei Dritten eindecken muss. Zum anderen ist insbesondere mit der after-running nicht notwendigerweise eine Gefährdung von Kundeninteressen verbunden. Dementsprechend genügt auch z.B. unter den Regulierungen der FSA blosses Kenntnis von Handelsintentionen Dritter nicht zur Begründung eines Market Abuse. Deshalb schlagen wir vor Rz. 41 wie folgt zu formulieren:

"Gegen die Verhaltensregeln für Effekthändler der Schweizerischen Bankiervereinigung verstossende Ausnützung von Kundenaufträgen zur vorgängigen, parallelen oder unmittelbar anschliessenden Durchführung von gleichlaufenden Eigengeschäften, soweit diese nicht der Abdeckung von im Zusammenhang mit Kundentransaktionen eingegangenen Risiken dienen."

7. Vertrauliche und preissensitive Informationen | Interessenkonflikte

In Rz. 44 wird statuiert, dass aus Interessenkonflikten "Kunden und auch dritten Marktteilnehmern keine Nachteile erwachsen [dürfen]". Zwar mag es in

Einzelfällen vorkommen, dass neben Kunden auch Dritte von einem Interessenkonflikt betroffen sind. Diese dürften aber zumeist gleichzeitig unter einen anderen Tatbestand der Marktverhaltensregeln fallen. Ein genereller Einbezug von Dritten in die Interessenkonfliktsprüfung dagegen ist einerseits praktisch kaum durchführbar und ginge andererseits konzeptionell zu weit. Gibt zum Beispiel ein Kunde einer Effektenhändlerin einen grösseren Verkaufsauftrag über Aktien einer Gesellschaft und ist er damit einverstanden, dass die Effektenhändlerin noch vor Vollzug des Verkaufs für dieselbe Gesellschaft eine Kapitalmarkttransaktion mit tendenziell Aktienkurs-dämpfenden Konsequenzen (z.B. einen Convertible) durchführt, besteht zwar ein Interessenkonflikt, aus dem auch Dritten Nachteile erwachsen können (z.B. dadurch, dass die normalerweise negative Reaktion des Marktes auf einen Paketverkauf später eintritt und ein Publikumsinvestor deshalb die Aktien "zu früh" kauft). Trotzdem dürfte es für die Effektenhändlerin keinen Grund geben, mit Rücksicht auf die Interessen solcher unbestimmter Dritter den Verkaufsauftrag der Kundin trotz deren Einverständnis abzuweisen. Dementsprechend verzichtet sogar die in Fragen des Interessenkonflikts sehr weit gehende MiFID auf den Einbezug Dritter in die Interessenkonfliktsprüfung (vgl. Art. 18 MiFID).

Aus diesem Grund schlagen wir vor, den Verweis auf dritte Marktteilnehmer in Rz. 44 zu streichen.

8. Öffentliche Platzierung von Effekten

Es ist nicht klar, ob der Grundsatz, wonach die Zuteilung von Effekten nach sachlichen Kriterien fair und transparent erfolgen sollen, über die Zuteilungsrichtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung hinausgeht. Aus unserer Sicht wäre es aber nicht angebracht, hier eine zweite Regulierungsebene einzuleiten. Vielmehr sollten die aufsichtsrechtlichen Anforderungen an die öffentliche Platzierung von Effekten abschliessend durch die Zuteilungsrichtlinien geregelt werden. Wir schlagen deshalb vor, Rz. 57 wie folgt neu zu formulieren:

"Die Anforderungen an die Zuteilung von Effekten sind in den Zuteilungsrichtlinien für den Emissionsmarkt der Schweizerischen Bankiervereinigung geregelt."

9. Prüfung

Werden im Rahmen der Prüfung durch die Prüfgesellschaften Verstöße gegen die Marktverhaltensregeln entdeckt, sieht Rz. 63 des Entwurfs ohne weiteres vor, dass diese der EBK zu melden und auch im Prüfbericht zu erwähnen sind. Art. 19 BEHG und Art. 21 BankG sehen aber eine Meldung an die EBK ohne vorherige Fristansetzung nur unter einschränkenden Voraussetzungen vor. Um klarzustellen, dass das Rundschreiben nicht über die gesetzliche Ordnung hinausgehen will, sollte deshalb der letzte Halbsatz von Rz. 63 wie folgt umformuliert werden:

"[entdeckt], sind diese der Eidg. Bankenkommission nach Massgabe von Art. 19 BEHG bzw. 21 BankG zu melden bzw. im Prüfbericht zu erwähnen."

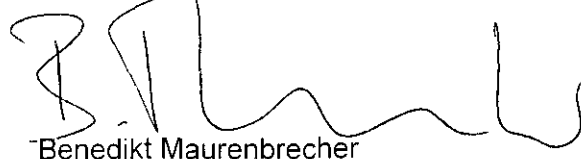
10. Geltungsbereich

Rz. 4 des Entwurfs hält fest, dass das Rundschreiben neben den Effektenhändlern grundsätzlich auch für Banken sowie dem KAG unterstellte Institute gilt. Der Geltungsbereich des Rundschreibens bezüglich der Banken und der dem KAG unterstellten Institute wird sodann in Rz. 5 des Entwurfs qualifiziert. Um allfälligen Missverständnissen bzw. Unklarheiten bei der Auslegung des Geltungsbereiches vorzubeugen, würden wir vorschlagen, den zweiten Teil der Rz. 4, d.h. die Erwähnung der Banken und Institute, die dem KAG unterstehen, zu streichen.

Wir würden uns sehr freuen, wenn die vorstehenden Überlegungen und Formulierungsvorschläge für Sie von Interesse wären. Selbstverständlich stehen wir für eine Diskussion jederzeit gerne zur Verfügung.

In diesem Sinne verbleibe ich mit den besten Wünschen für das neue Jahr und

mit freundlichen Grüßen



Benedikt Maurenbrecher

Kopie an: - René Bösch
- Daniel Haerberli