



Eidgenössische Bankenkommission
Commission fédérale des banques
Commissione federale delle banche
Swiss Federal Banking Commission

EBK-Rundschreiben Marktverhaltensregeln

Erläuterungsbericht für Anhörung

November 2007



Inhaltsverzeichnis

Einleitung / Vorgeschichte

Erläuterungen

Allgemeine Hinweise

- 1.1 Titel**
- 1.2 Zweck**
- 1.3 Geltungsbereich**
- 1.4 Verwendung von vertraulichen und preissensitiven Informationen**
- 1.5 Echtes Angebots- und Nachfrageverhalten**
- 1.6 Verbreitung von preissensitiven Informationen**
- 1.7 Treu und Glauben**
- 1.8 Organisationspflichten von Effekthändlern**
- 1.9 Fazit**



Einleitung / Vorgeschichte

Im Dezember 2003 hatte die Eidg. Bankenkommission zum Entwurf für ein Rundschreiben „Marktmissbrauchsregeln“ eine Vernehmlassung mit Frist bis zum 15. März 2004 eröffnet (siehe http://www.ebk.ch/d/archiv/2003/20031216/rs031216_01d.pdf).

Der Entwurf basierte auf Arbeiten einer Expertengruppe aus Vertretern der Finanzintermediäre, der Börse, der Emittenten, der Revisionsstellen sowie des EBK-Sekretariats. Grundlagen des Entwurfs von 2003 waren Art. 1 BEHG (Zweckartikel: Transparenz und Gleichbehandlung für den Anleger, Funktionsfähigkeit der Effektenmärkte) und Art. 6 BEHG (Überwachung des Marktgeschehens zur Aufdeckung von Informationsmissbrauch, Kursmanipulation und anderer Gesetzesverletzungen). Der Zweck des Rundschreibens sollte darin liegen, den Marktteilnehmern im Sinne einer Wegleitung Leitlinien und Anhaltspunkte für aufsichtsrechtlich zulässiges Marktverhalten zu geben: zum Einen durch die Konkretisierung unzulässiger Verhaltens- und Vorgehensweisen (Unvereinbarkeit mit der Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit) und zum Anderen mit Organisationspflichten für Finanzintermediäre (namentlich Vermeidung von Interessenkonflikten). Mit dem Rundschreiben sollte transparent und sachgerecht die Praxis der Eidg. Bankenkommission in der Marktaufsicht vermittelt und die Marktteilnehmer für diese Praxis sensibilisiert werden.

Die Eidg. Bankenkommission erhielt vierzehn Stellungnahmen. Das Rundschreiben wurde in der vorgelegten Fassung weitgehend abgelehnt; neun Vernehmlasser verlangten gar, auf das Rundschreiben vollständig zu verzichten oder dieses bis mindestens nach dem Vorliegen des FINMAG zurückzustellen. Es wurde unter anderem kritisiert, der Ansatz des Rundschreibens sei zu repressiv mit zu grosser Nähe zum Strafrecht und es sei rechtsstaatlich problematisch, wenn die rechtsanwendende Behörde Vorschriften mit Verbotscharakter erlasse. Die Regelung überschiere und bringe Konkurrenznachteil für den Finanzplatz Schweiz.

Die Eidg. Bankenkommission erachtet die Kritik in ihren fundamentalen Punkten als nicht gerechtfertigt. Art. 1 und 6 BEHG und die Anforderungen an eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten hinreichende gesetzliche Grundlagen, in der Marktaufsicht eine selbständige und vom Strafrecht unabhängige Praxis zu etablieren. Diese EBK-Praxis wurde vom Bundesgericht bestätigt. Das Rundschreiben soll nicht mehr als eine transparente Wegleitung für eine bereits bestehende EBK-Praxis in der Marktaufsicht sein, die mit oder ohne Rundschreiben weitergeführt und weiterentwickelt wird.

Nach verschiedenen Aussprachen namentlich mit der Schweizerischen Bankiervereinigung und der SWX Swiss Exchange wurden mit ausdrücklicher Zustimmung der letzteren nach einer Denkpause im Dezember 2005 beschlossen, die Arbeiten am Rundschreiben Marktverhalten weiterzuführen. Einer trilaterale Arbeitsgruppe aus sechs hochrangigen Vertretern der drei Institutionen wurde deshalb in der Folge unter anderem der Auftrag erteilt, das Rundschreiben weiterzubearbeiten. Zu diesem Mandat konnte die Arbeitsgruppe im August 2007 eine stark überarbeitete und gekürzte Fassung des Rundschreibens vorlegen. Die Anliegen aus der Vernehmlassung 2004 wur-



den weitgehend eingearbeitet, sofern dies nach umfassenden Kürzungen noch erforderlich war. Der Kritik aus dieser ersten Anhörung wurde damit Rechnung getragen. Die Eidg. Bankenkommission geht daher davon aus, dass das Rundschreiben in der nun vorliegenden Fassung positiver aufgenommen wird. Sie gibt den überarbeiteten Entwurf somit zu einer zweiten öffentlichen Anhörung frei.

Wir ersuchen die interessierten Kreise, diese Vorlage konstruktiv und kritisch zu würdigen, und uns allfällige Änderungs- bzw. Ergänzungsvorschläge möglichst in Form ausformulierter Textvorschläge zukommen zu lassen.

Wir bitten Sie, Ihre Stellungnahmen Herrn Dr. Marcel Livio Aellen, Eidg. Bankenkommission, Schwanengasse 12, 3001 Bern (marcel.aellen@ebk.admin.ch) bis spätestens **14. Januar 2008** zukommen zu lassen. Die Unterlagen sind auch auf der Internetseite der Eidg. Bankenkommission abrufbar (<http://www.ebk.ch/d/aktuell/index.html>).

Erläuterungen

Allgemeine Hinweise

EBK-Rundschreiben informieren gemäss Art. 11 EBK-Reglement über die Anwendung rechtlicher Vorschriften, erteilen Empfehlungen oder dienen dazu, bestimmte Auskünfte einzuholen. Ein Rundschreiben beinhaltet demzufolge Meinungsäusserungen über die Auslegung der anwendbaren gesetzlichen Bestimmungen, welche die Aufsichtsbehörde im Interesse der gleichmässigen Gesetzesanwendung abgibt. Einem Rundschreiben kommt somit kein direkt verbindlicher Charakter zu. Mehr will auch das vorliegende Rundschreiben nicht sein.

Der Entwurf berücksichtigt, wie bereits erwähnt, nahezu sämtliche Wünsche aus der Vernehmlassung von anfangs 2004 und ist um die Hälfte gekürzt (von 14 auf 7 Seiten). Es wurde versucht, die Anweisungen zu korrektem Marktverhalten, wie in dieser Vernehmlassung vorgeschlagen, statt als Verbotsnormen auszugestalten, mehr als positive Anleitungen zu formulieren. Dennoch kommt das Rundschreiben nicht um die Aufzählung von aufsichtsrechtlich verpönten Tatbeständen herum, weshalb an den Oberbegriffen „Informationsmissbrauch“, „Marktmanipulation“ und „Marktirreführung“ und ihren Unterkategorien festgehalten wird. Die Ausführungen zu den Organisationspflichten im Umgang mit sensiblen Informationen waren in der Vernehmlassung 2004 am wenigsten bestritten und bleiben, gekürzt, im Entwurf.

Die starken Kürzungen haben zur Folge, dass auf viele Detailregelungen verzichtet wird und sich der neue Entwurf weitgehend auf Grundsätze beschränkt (principle based). Es wird deshalb ausdrücklich gebeten, in der Vernehmlassung einzig die aktuelle Vorlage zu kommentieren und nicht auf weggefallene Vorschläge aus dem alten Entwurf (Dezember 2003) zurückzukommen.



1.1 Titel

Um die Abkehr von verbotslastigen Formulierungen bereits auch im Titel zum Ausdruck zu bringen, wird dieser in der Langform von „Aufsichtsrechtliche Regeln zur Vermeidung von Marktmissbrauch“ in „Aufsichtsregeln zum Marktverhalten“ geändert. Mit der Titelwahl soll zudem eine Verwechslungsgefahr zu den Verhaltensregeln für Effekthändler der Schweizerischen Bankiervereinigung zu Art. 11 BEHG ausgeschlossen sein.

1.2 Zweck

Zweck des Rundschreibens ist die Festlegung von Aufsichtsregeln zum Marktverhalten, von Anweisungen zur Vermeidung von Marktmissbrauch sowie die Darstellung von sogenannten „Safe Harbours“. Die Verhaltensregeln stützen sich auf die Anforderungen aus der Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit. Die Regeln normieren allein Aufsichtsrecht, spezifisch Marktaufichtsrecht.

Es wird ausdrücklich darauf hingewiesen, dass diese Anforderungen Gegenstand des Aufsichtsrechts sind und eine eigenständige Bedeutung haben; sie gehen namentlich über den Gehalt von Art. 161 und 161^{bis} StGB hinaus, was das Bundesgericht mit Entscheidung vom 2. Februar 2000 (siehe EBK-Bull 40/2000, 37ff.) explizit bestätigt hat. Es ist an dieser Stelle ausdrücklich hervorzuheben, dass die Verhaltensanweisungen des Rundschreibens mit Strafrecht nichts zu tun haben. Es besteht weder die Absicht noch hat die Eidg. Bankenkommission Kompetenzen dazu, strafrechtliche Begriffe auszulegen. Die Begriffe Informationsmissbrauch, Marktmanipulation und Marktirreführung sowie Treu und Glauben haben gestützt auf Art. 6 BEHG eine eigenständige marktaufichtsrechtliche Bedeutung, namentlich gerade auch dort, wo Analogien zum Strafrecht, zu den beiden Börsendelikten, bestehen.

Im vorerwähnten Entscheid vom 2. Februar 2000 i.S. CS/Biber hat das Bundesgericht festgehalten, dass Verhaltensweisen auch ausserhalb der Strafrechtbestimmungen von Art. 161 und 161^{bis} StGB treuwidrig und aufsichtsrechtlich unzulässig sein können. Die Aufsichtsgesetzgebung kann mithin verletzt sein, ohne dass ein strafrechtlich relevantes Verhalten vorliegt. Die eigenständige Bedeutung der auf Art. 6 BEHG und das Gebot der Gewähr einwandfreier Geschäftstätigkeit abgestützten Marktauficht wurde damit höchstrichterlich bestätigt.

Der Zweck des Rundschreibens liegt einzig darin, den Marktteilnehmern im Sinne einer Wegleitung Leitlinien und Anhaltspunkte für aufsichtsrechtlich zulässiges Marktverhalten zu geben. Es sollen transparent und sachgerecht die Praxis der Eidg. Bankenkommission in der Marktauficht vermittelt und die Marktteilnehmer für diese Praxis sensibilisiert werden.

Hervorgehoben werden zudem die Safe Harbour Rules; es werden anhand von Beispielen Hinweise auf zulässige Effektengeschäfte und Usanzen gegeben.

Der Verzicht auf verbotslastige Formulierungen führt insgesamt in den Ziff. III. bis VI. zu einer neuen Struktur und zu neuen Kapitelüberschriften. Nach einer allgemeinen positiv



formulierten Verhaltensanweisung folgen jeweils Definitionen von verpönten Tatbeständen und daran anschliessend Hinweise auf zulässige Effektengeschäfte und Usanzen im Sinne von Safe Harbour Rules.

Im Zusammenhang mit englischen Fachbegriffen wird in einer Anmerkung auf der ersten Seite darauf hingewiesen, dass diese als Beispiele und Auslegungshilfen verwendet werden. Dieser Hinweis ist nicht unwichtig, da in der Vernehmlassung von 2004 geltend gemacht wurde, dass diese englischen Begriffe nicht immer eindeutig seien und nicht überall gleich verstanden würden. Dies mag für einige dieser Begriffe allenfalls zutreffen, für die Mehrheit besteht allerdings eine gefestigte allgemeingültige Auffassung, was darunter verstanden wird. So oder anders bleiben sie aber als Hinweise zur Auslegung wertvoll und hilfreich, weshalb trotz Bedenken aus der ersten Vernehmlassung an ihnen festgehalten werden soll.

1.3 Geltungsbereich

Das Rundschreiben gilt vorab für alle prudentiell regulierten Institute, die Effektengeschäfte tätigen, mithin somit für bewilligte Effektenhändler. Es gilt aber ebenfalls für Banken ohne Effektenhändlerstatus, für Vertreter und für Bewilligungsträger nach dem Kollektivanlagengesetz gestützt auf das Gewährserfordernis des Banken- und des Kollektivanlagegesetzes. Auf weitere Detailregeln, wie sie im alten Entwurf enthalten waren, wird verzichtet. Einzelfragen werden fallweise zu klären sein.

1.4 Verwendung von vertraulichen und preissensitiven Informationen

Mit der Beschränkung auf das Wesentliche fallen Zwischentitel weg. Im Sinne der Anregungen aus der Vernehmlassung 2004 wird positiv als allgemeiner Grundsatz festgehalten, dass nur aufgrund von öffentlichen Informationen Effektengeschäfte getätigt werden dürfen. Erst an zweiter Stelle wird Informationsmissbrauch definiert. An dritter Stelle folgen dann die Safe Harbour Rules als beispielhafte, nicht abschliessende Aufzählung.

1.5 Echtes Angebots- und Nachfrageverhalten

Auch hier wird zunächst positiv umschrieben, dass Effektengeschäfte wirtschaftlich Sinn machen müssen. Mit einer zurückhaltend formulierten Verbotsnorm wird das Gegenteil als Marktmanipulation definiert und für nicht zulässig deklariert. In diesem Kapitel bleiben die Hinweise auf die mit englischen Ausdrücken illustrierten Erscheinungsformen von Marktmanipulation wichtig, ebenso die Beispiele zulässiger Effektengeschäfte und Usanzen.

1.6 Verbreitung von preissensitiven Informationen

Dieses Kapitel enthält nunmehr bloss die Anweisung, dass nur wahre Informationen verbreitet werden dürfen, und die Umschreibung von Marktirreführung als Verbot, falsche Informationen zu verbreiten. Safe Harbour Rules erübrigen sich hier.



1.7 Treu und Glauben

Der im Vernehmlassungsentwurf vom Dezember 2003 als Auffangtatbestand deklarierte „Marktmissbrauch auf andere Weise“, heftig kritisiert als zu offene Regelung, wurde gestrichen.

Es bleibt aber ein aufsichtsrechtlich wichtiges Anliegen, im Rundschreiben in allgemeiner Weise zum Ausdruck zu bringen, dass bei der Abwicklung von Effektengeschäften das Gebot von Treu und Glauben insgesamt zu beachten ist. Nebst den Treue- und Sorgfaltspflichten gegenüber den Kunden nach Art. 11 BEHG gibt es auch solche Pflichten gegenüber dem Effektenmarkt, den Marktteilnehmern insgesamt. Treu und Glauben gebieten ein redliches Verhalten auch gegenüber dem Markt. Im Rundschreiben soll auf drei Formen von allgemein unredlichem Verhalten explizit hingewiesen werden: Kursschnitte, Front- und Parallel Running sowie das unter dem Begriff „Snake Trading“ bekannt gewordene Abräumen einseitig leerer Auftragsbücher. Einzelheiten hierzu finden sich auch in den Verhaltensregeln der Schweizerischen Bankiervereinigung zu Art. 11 BEHG. Damit ist auch gesagt, dass die genannten Verhaltensweisen nicht nur Treuepflichten gegenüber den Kunden verletzen, sondern eben auch das Vertrauen der andern Marktteilnehmer beeinträchtigen können. Die aufgrund dieser Verhaltensweisen zustande kommenden Preise sind nicht marktgerecht und betreffen deshalb nicht nur Treu und Glauben gegenüber den Kunden, sondern auch gegenüber dem Markt insgesamt. Dies wird mit der Erwähnung im Rundschreiben zum Ausdruck gebracht.

Es war geplant, das Rundschreiben „Marktverhaltensregeln“ wegen dieser Überschneidungen aus den Regeln zu Treu und Glauben zusammen mit den Verhaltensregeln der Schweizerischen Bankiervereinigung zu Art. 11 BEHG zu überarbeiten. Nachdem die Weiterbearbeitung der SBVg-Richtlinien mehr Zeit beansprucht, ist dies im Moment nicht möglich. Es wird aber trotzdem darauf zu achten sein, dass die Regulierungen widerspruchsfrei sein werden.

1.8 Organisationspflichten von Effekthändlern

Dieses Kapitel war in der Vernehmlassung 2004 am wenigsten bestritten. Es wurde höchstens kritisiert, dass einzelne Anweisungen zu detailliert seien und die Flexibilität des einzelnen Effekthändlers unnötig beschränken würden. Es wurden deshalb auch in diesem Kapitel umfassende Kürzungen vorgenommen. Allerdings gilt es darauf hinzuweisen, dass in den Arbeiten zum Vernehmlassungsentwurf vom Dezember 2003 in der damaligen Arbeitsgruppe von den Betroffenen viele Detailregelungen ausformuliert eingebracht worden waren, mit dem Hinweis, dass es für die Effekthändler sehr wichtig sei, in diesem Bereich über genaue Regeln und damit über Sicherheit zu verfügen. Aus heutiger Sicht und nach der ersten Vernehmlassung ist allerdings auf ausführliche Detailbestimmungen zu verzichten; eine Beschränkung auf Grundsätze ist auch hier sachrichtig.

In Ziff. VII.G „Öffentliche Platzierung“ von Effekten und in Ziff. VII.H „Finanzanalysten“ wird neu auf einzelne Vorgaben verzichtet und vielmehr insgesamt auf die entsprechenden Selbstregulierungen der Schweizerischen Bankiervereinigung hingewiesen.



Neu wird vorgeschlagen, im Rahmen des Rundschreiben auch die Bereiche Kreditprüfung und Vergabe von Ratings analog zu regulieren: Ziff. VII.I sieht vor, dass Abteilungen, die sich mit der Kreditprüfung oder der Vergabe von Ratings befassen, ebenfalls unabhängig zu organisieren und als Vertraulichkeitsbereiche abzutrennen sind. In internen Weisungen sind die Eigengeschäfte der in diesen Bereichen tätigen Mitarbeiter zu regeln. Im Unterschied zu den Themen Öffentliche Platzierung von Effekten und Finanzanalysten besteht für die Bereiche Kreditprüfung und Vergabe von Ratings (noch) keine weiterführende Selbstregulierung.

Zu Ziff. VII.J ist darauf hinzuweisen, dass auf Wunsch der Effekthändler eine Aufbewahrungsfrist für Gesprächsaufzeichnungen im Handel neu von bloss einem halben Jahr vorgesehen ist. Die zwei Jahre aus dem ersten Vernehmlassungsentwurf hatten massive Proteste zur Folge. Allerdings: Im EU-Recht (MIFID) ist hierfür ein Jahr vorgesehen.

1.9 Fazit

Das Rundschreiben kommt „milder“ daher; im Vordergrund stehen Verhaltensanweisungen und nicht die Verbote von Marktmissbrauch. Zudem sind die Vernehmlassungsergebnisse aus der ersten Anhörung von 2004 weitgehend eingearbeitet. Die Eidg. Bankenkommission geht daher davon aus, dass dadurch die Akzeptanz des Rundschreibens erhöht wird.

Die zentralen Aussagen zum Marktverhalten und zum Marktmissbrauch bleiben aber trotzdem erhalten und sollten im Markt und bei den Marktteilnehmern ankommen. Gewonnen hat der Entwurf durch die Kürze. Die Grundsätze kommen griffig und verständlich daher und bieten hinreichende Flexibilität. Die Regulierung ist mehr „principle based“ und weniger „rule based“. Kürze und Flexibilität bringen weniger Detailregeln und offenere Formulierungen mit sich. Dies kann zu Lasten der Rechtssicherheit gehen. Dies wiederum wird aufgefangen durch allgemeine Grundsätze des Verwaltungshandelns, wie das Verhältnismässigkeitsprinzip, die auch bei der Anwendung des Rundschreibens gelten.

Beilage: Entwurf EBK-Rundschreiben Marktverhaltensregeln