

Bulletin

40 / 2000

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

Herausgeber
Editeur

Eidg. Bankenkommission
Commission fédérale des banques

Schwanengasse 12, Postfach, 3001 Bern
Schwanengasse 12, case postale, 3001 Berne

Telefon 031 / 3226911
Téléphone 031 / 3226911
E-Mail Info@ebk.admin.ch

Telefax 031 / 3226926
Téléfax 031 / 3226926

Vertrieb
Diffusion

BBL/EDMZ, 3003 Bern, www.admin.ch/edmz
OFCL/EDMZ, 3003 Berne, www.admin.ch/edmz

3003 Bern / 3003 Berne

Telefon 031 / 3255050
Téléphone 031 / 3255050
E-Mail edmz@bbl.admin.ch

Telefax 031 / 3255058
Téléfax 031 / 3255058
Internet www.admin.ch/edmz

Bestellnummer
Numéro de commande

860032702
860032702 5.2000 5000 32702

2

Bulletin CFB 40/2000

Inhaltsverzeichnis

	Seite
Verzeichnis der Abkürzungen	5
Anrechnung von Vorzugsaktien vollkonsolidierter Tochtergesellschaften als Kernkapital des Konzerns	13
Verletzung der Sorgfalts- und Treuepflichten, Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit	24
Börsentransaktionen ohne jegliche wirtschaftliche Relevanz (Scheingeschäfte), Grundsatz von Treu und Glauben im Geschäftsverkehr	29
Rechtliches Gehör, Befangenheit, Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit, Ausnützung der Kenntnis von vertraulichen Tatsachen, Verhältnismässigkeit, Einziehung unrechtmässiger Gewinne durch die EBK	37
Risikoverteilung, Gruppe verbundener Gegenparteien	78
Ernennung eines Beobachters, aufschiebende Wirkung im Beschwerdeverfahren	89
Liquidation, aufschiebende Wirkung im Beschwerdeverfahren	91
Rechtliches Gehör, Effektenhändler, faktische Zweigniederlassung, Liquidation, Sorgfaltspflichten der Effektenhändler	94
Aufsichtsbehörde über Börsen und Märkte, Amtsgeheimnis, Spezialitätsprinzip und Weiterleitung, unbeteiligter Dritter und Verhältnismässigkeit der Amtshilfe	117
Zitiervorschlag: EBK Bulletin 40/2000	

Sommaire

Page

Tableau des abréviations	5
Prise en compte d'actions préférentielles émises par une filiale entièrement consolidée en qualité de fonds propres de base du groupe	13
Violation des obligations de diligence et de fidélité, garantie d'une activité irréprochable	24
Transactions boursières sans pertinence économique (transactions fictives), principe de la bonne foi dans les affaires	29
Droit d'être entendu, partialité, garantie d'une activité irréprochable, exploitation de la connaissance de faits confidentiels, proportionnalité, confiscation de gains illicites par la CFB	38
Répartition des risques, groupe de contreparties liées	78
Nomination d'un observateur, effet suspensif dans la procédure de recours	89
Liquidation, effet suspensif dans la procédure de recours	91
Droit d'être entendu, négociant en valeurs mobilières, succursale de fait, liquidation, obligations de diligence du négociant	95
Autorité de surveillance du commerce des valeurs mobilières, secret de fonction, spécialité et retransmission, tiers non impliqué et proportionnalité de l'entraide	116

Verzeichnis der Abkürzungen
Tableau des abréviations
Elenco delle abbreviature
English abbreviations

ABV	Verordnung über die ausländischen Banken in der Schweiz vom 21. Oktober 1996 (Auslandbankenverordnung, SR 952.111) OBE/OBE/FBO
AFG	Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 18. März 1994 (Anlagefondsgesetz, SR 951.31) LFP/LFI/IFA
AFV	Verordnung über die Anlagefonds vom 19. Oktober 1994 (SR 951.311) OFP/OFI/IFO
AFV-EBK	Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommision über die Anlagefonds vom 27. Oktober 1994 (SR 951.311.1) OFP-CFB/OFI-CFB/IFO-SFBC
APA	Federal Act on Administrative Procedure of 20 December 1968 (Administrative Procedure Act 1968) VwVG/PA/PA
AS	Amtliche Sammlung des Bundesrechts RO/RU/RO
ATF	Arrêts du Tribunal fédéral suisse BGE/DTF/ATF
ATF	Decisions of the Federal Supreme Court BGE/ATF/DTF
BA	Federal Banking Act of 8 November 1934 (Banking Act 1934) BankG/LB/LBCR
BankG	Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 (Bankengesetz, SR 952.0) LB/LBCR/BA
BankV	Verordnung über die Banken und Sparkassen vom 17. Mai 1972 (Bankenverordnung, SR 952.02) OB/OBCR/BO
BBI	Bundesblatt FF/FF/FF

BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (Börsengesetz, SR 954.1) LBVM/LBVM/SESTA
BEHV	Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel vom 2. Dezember 1996 (Börsenverordnung, SR 954.11) OBVM/OBVM/SESTO
BEHV-EBK	Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommision über die Börsen und den Effektenhandel vom 25. Juni 1997 (Börsenverordnung-EBK, SR 954.193) OBVM-CFB/OBVM-CFB/SESTO-SFBC
BGE	Entscheidungen des Schweizerischen Bundesgerichts ATF/DTF/ATF
BO	Ordinance to the Federal Banking Act of 17 May 1972 (Banking Ordinance 1972) BankV/OB/OBCR
BStP	Bundesgesetz über die Bundesstrafrechtspflege vom 15. Juni 1934 (SR 312.0) PPF/PP
BtG	Beamtengesetz vom 30. Juni 1927 (SR 172.221.10) StF/OF
BZP	Bundesgesetz über den Bundeszivilprozess vom 4. Dezember 1947 (SR 273) PCF/PC
CFB	Commission fédérale des banques EBK/CFB/SFBC
CFB	Commissione federale delle banche EBK/CFB/SFBC
CP	Code pénal suisse du 21 décembre 1937 (RS 311.0) StGB/CP
CP	Codice penale svizzero del 21 dicembre 1937 (SR 311.0) StGB/CP
DTF	Decisioni del Tribunale federale svizzero BGE/ATF/ATF

EBK	Eidgenössische Bankenkommision CFB/CFB/SFBC
EBK-GebV	Verordnung über die Erhebung von Abgaben und Gebühren durch die Eidg. Bankenkommision vom 2. Dezember 1996 (SR 611.014) Oém-CFB/Oem-CFB
FBO	Ordinance on Foreign Banks in Switzerland of 21 October 1996 (Foreign Banks Ordinance 1996) ABV/OBE/OBE
FF	Federal journal BBI/FF/FF
FF	Feuille fédérale BBI/FF/FF
FF	Foglio federale BBI/FF/FF
IFA	Federal Act on Investment Funds of 18 March 1994 (Investment Fund Act 1994) AFG/LFP/LFI
IFO	Ordinance of the Federal Council on Investment Funds of 19 October 1994 (Investment Fund Ordinance 1994) AFV/OFP/OFI
IFO-SFBC	Ordinance of the Swiss Federal Banking Commission on Investment Funds of 27 October 1994 (Investment Fund Ordinance of the Banking Commission 1994) AFV-EBK/OFP-CFB/OFI-CFB
LB	Loi fédérale sur les banques et les caisses d'épargne du 8 novembre 1934 (Loi sur les banques, RS 952.0) BankG/LBCR/BA
LBCR	Legge federale su le banche e le casse di risparmio dell'8 novembre 1934 (Legge sulle banche, RS 952.0) BankG/LB/BA
LBVM	Legge federale sulle borse e il commercio di valori mobiliari del 24 marzo 1995 (Legge sulle borse, RS 954.1) BEHG/LBVM/SESTA

LBVM	Loi fédérale sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 24 mars 1995 (Loi sur les bourses, RS 954.1) BEHG/LBVM/SESTA
LFI	Legge federale sui fondi d'investimento del 18 marzo 1994 (RS 951.31) AFG/LFP/IFA
LFP	Loi fédérale sur les fonds de placement du 18 mars 1994 (RS 951.31) AFG/LFI/IFA
OB	Ordonnance sur les banques et les caisses d'épargne du 17 mai 1972 (Ordonnance sur les banques, RS 952.02) BankV/OBCR/BO
OBCR	Ordinanza su le banche e le casse di risparmio del 17 maggio 1972 (Ordinanza sulle banche, RS 952.02) BankV/OB/BO
OBE	Ordinanza concernente le banche estere in Svizzera del 21 ottobre 1996 (Ordinanza sulle banche estere, RS 952.111) ABV/OBE/FBO
OBE	Ordonnance concernant les banques étrangères en Suisse du 21 octobre 1996 (Ordonnance sur les banques étrangères, RS 952.111) ABV/OBE/FBO
OBVM	Ordinanza sulle borse e il commercio di valori mobiliari del 2 dicembre 1996 (Ordinanza sulle borse, RS 954.11) BEHV/OBVM/SESTO
OBVM	Ordonnance sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 2 décembre 1996 (Ordonnance sur les bourses, RS 954.11) BEHV/OBVM/SESTO
OBVM-CFB	Ordinanza della Commissione federale delle banche sulle borse e il commercio di valori mobiliari del 25 giugno 1997 (Ordinanza sulle borse della CFB, RS 954.193) BEHV-EBK/OBVM-CFB/SESTO-SFBC

OBVM-CFB	Ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les bourses et le commerce des valeurs mobilières du 25 juin 1997 (Ordonnance sur les bourses de la CFB, RS 954.193) BEHV-EBK/OBVM-CFB/SESTO-SFBC
Oem-CFB	Ordinanza sulla riscossione die tasse e emolumenti da parte della Commissione federale delle banche del 2 dicembre 1996 (RS 611.014) EBK-GebV/Oém-CFB
Oém-CFB	Ordonnance réglant la perception de taxes et d'émoluments par la Commission fédérale des banques du 2 décembre 1996 (RS 611.014) EBK-GebV/Oem-CFB
OF	Ordinamento dei funzionari del 30 giugno 1927 (RS 172.221.10) BtG/StF
OFI	Ordinanza sui fondi d'investimento del 19 ottobre 1994 (RS 951.311) AFV/OFI/IFO
OFI-CFB	Ordinanza della Commissione federale delle banche sui fondi d'investimento del 27 ottobre 1994 (RS 951.311.1) AFV-EBK/OFI-CFB/IFO-SFBC
OFP	Ordonnance sur les fonds de placement du 19 octobre 1994 (RS 951.311) AFV/OFI/IFO
OFP-CFB	Ordonnance de la Commission fédérale des banques sur les fonds de placement du 27 octobre 1994 (RS 951.311.1) AFV-EBK/OFI-CFB/IFO-SFBC
OG	Bundesgesetz über die Organisation der Bundesrechtspflege vom 16. Dezember 1943 (Bundesrechtspflegegesetz, SR 173.110) OJ/OG
OG	Legge federale sull'organizzazione giudiziaria del 16 dicembre 1943 (Organizzazione giudiziaria, RS 173.110) OG/OJ

OJ	Loi fédérale d'organisation judiciaire du 16 décembre 1943 (Organisation judiciaire, RS 173.110) OG/OG
PA	Legge federale sulla procedura amministrativa del 20 dicembre 1968 (RS 172.021) VwVG/PA/APA
PA	Loi fédérale sur la procédure administrative du 20 décembre 1968 (RS 172.021) VwVG/PA/APA
PC	Legge di procedura civile federale del 4 dicembre 1947 (RS 273) BZP/PCF
PCF	Loi fédérale de procédure civile fédérale du 4 décembre 1947 (RS 273) BZP/PA
PP	Legge federale sulla procedura penale del 15 giugno 1934 (RS 312.0) BStP/PPF
PPF	Loi fédérale sur la procédure pénale du 15 juin 1934 (RS 312.0) BStP/PP
R-CFB	Regolamento della Commissione federale delle banche del 20 novembre 1997 (RS 952.721) R-EBK/R-CFB
R-CFB	Règlement de la Commission fédérale des banques du 20 novembre 1997 (RS 952.721) R-EBK/R-CFB
R-EBK	Reglement über die Eidgenössische Bankenkommission vom 20. November 1997 (SR 952.721) R-CFB/R-CFB
RO	Official chronological collection of the federal legislation AS/RO/RU
RO	Recueil officiel des lois fédérales AS/RU/RO

RS	Raccolta sistematica del diritto federale SR/RS/RS
RS	Recueil systématique du droit fédéral SR/RS/RS
RS	Systematic collection of the federal legislation SR/RS/RS
RU	Raccolta ufficiale delle leggi federali AS/RO/RO
SESTA	Federal Act on Securities Exchanges and Securities Trading of 24 March 1995 (Securities Act 1995) BEHG/LBVM/LBVM
SESTO	Ordinance of the Federal Council to the Federal Act on Securities Exchanges and Securities Trading of 2 December 1996 (Securities Ordinance 1996) BEHV/OBVM/OBVM
SESTO-SFBC	Ordinance of the Swiss Federal Banking Commission to the Federal Act on Securities Exchanges and Securities Trading of 25 June 1997 (Securities Ordinance of the Banking Commission 1997) BEHV-EBK/OBVM-CFB/OBVM-CFB
SFBC	Swiss Federal Banking Commission EBK/CFB/CFB
SR	Systematische Sammlung des Bundesrechts RS/RS/RS
StF	Loi fédérale sur le statut des fonctionnaires du 30 juin 1927 (RS 172.221.10) BtG/OF
StGB	Schweizerisches Strafgesetzbuch vom 21. Dezember 1937 (SR 311.0) CP/CP
VG	Bundesgesetz über die Verantwortlichkeit des Bundes sowie seiner Behördenmitglieder und Beamten vom 14. März 1958 (Verantwortlichkeitsgesetz, SR 170.32)

VStrR	Bundesgesetz über das Verwaltungsstrafrecht vom 22. März 1974 (SR 313.0)
VwOG	Bundesgesetz über die Organisation und die Geschäftsführung des Bundesrates und der Bundesverwaltung vom 19. September 1978 (SR 172.010)
VwVG	Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren vom 20. Dezember 1968 (SR 172.021) PA/PA/APA

Verfügung der EBK vom 26. August 1999 i.S. UBS AG

Art. 11a Abs. 1 Bst. a BankV; Anrechnung von Vorzugsaktien vollkonsolidierter Tochtergesellschaften als Kernkapital des Konzerns.

- a) *In Auslegung von Art. 11a BankV ist es schweizerischen Banken möglich, Vorzugsaktien genannte Kapitalinstrumente (Preferred shares oder preferred securities) über konsolidierte Tochtergesellschaften auszugeben, welche auf Konzernebene als Kernkapital gelten. Die EBK hat dabei die vom Basler Ausschuss für Bankenaufsicht umschriebenen Voraussetzungen im Grundsatz übernommen (Erw. 4), gleichzeitig aber noch Präzisierungen beschlossen (Erw. 5–8).*
- b) *Die Anerkennung als Kernkapital ist mit der Auflage verbunden, dass Dividendenzahlungen auf dem Vorzugskapital der Tochtergesellschaft automatisch ausgeschlossen sind, wenn die für die Bank geltenden schweizerischen EM-Anforderungen auf Einzel- oder Konzernstufe durch die Bank/den Konzern nicht mehr eingehalten werden können. Die konkrete Formulierung und Offenlegung einer sogenannten «Dividend-Stopper»-Klausel im Emissionsprospekt wird der Bank überlassen (Erw. 5).*
- c) *Die Rückzahlung von Vorzugsaktien bedarf in jedem Fall einer vorgängigen Zustimmung der Bankenkommission, unabhängig davon, ob der konkrete Emissionsprospekt diesen Umstand ausdrücklich erwähnt (Erw. 7a).*
- d) *Offenlegung: Eine Bank hat bei jeder öffentlichen schriftlichen Verlautbarung zu ihrem Kernkapital (bzw. Tier-1-Kapital gemäss Basler Ausschuss), oder zu dessen Anteil an der Gesamtheit der risikogewichteten Positionen, auf den Anteil von Vorzugsaktien oder anderen innovativen Kapitalinstrumenten ausdrücklich hinzuweisen (Erw. 7b).*
- e) *Der maximale Anteil aller Kapitalinstrumente am konsolidierten Kernkapital einer Bank, welche die wesentlichen Eigenschaften von Vorzugsaktien oder anderen innovativen Kapitalinstrumenten*

auf sich vereinigen, ist auf 15% des Kernkapitals beschränkt (Erw. 8).

Art. 11a al. 1 let. a OB; prise en compte d'actions préférentielles émises par une filiale entièrement consolidée en qualité de fonds propres de base du groupe.

- a) *Par le biais d'une interprétation de l'art. 11a OB il est possible aux banques suisses de faire émettre des instruments financiers dénommés actions préférentielles (preferred shares ou preferred securities) par des filiales entrant dans le périmètre de consolidation et de les prendre en compte dans les fonds propres de base du groupe. La CFB a repris de manière générale les conditions prescrites par le Comité de Bâle sur le contrôle bancaire (consid. 4) mais y a ajouté également quelques précisions (consid. 5–8).*
- b) *L'admission en tant que fonds propres de base est liée à la condition que le paiement des dividendes soit automatiquement exclu sur le capital préférentiel de la filiale lorsque les exigences suisses en matière de fonds propres sur base individuelle ou consolidée ne peuvent plus être respectées par la banque ou le groupe. La formulation concrète et la publication d'une clause dite «dividend-stopper» dans le prospectus d'émission sont laissées à l'appréciation de la banque (consid. 5).*
- c) *Le remboursement d'actions préférentielles nécessite en tous les cas le consentement préalable de la CFB, indépendamment de la question de savoir si le prospectus d'émission concret évoque expressément ce fait (consid. 7a).*
- d) *Publication: Lors de toute communication écrite publique relative à ses fonds propres de base (ou son capital tier 1 selon le Comité de Bâle) ou à la proportion de toutes les positions pondérées en fonction du risque que ces fonds propres couvrent, la banque est tenue de mentionner expressément la proportion d'actions pré-*

férentielles ou d'autres instruments financiers innovateurs (consid. 7b).

- e) *Tous les instruments financiers qui réunissent les caractéristiques essentielles des actions préférentielles ou d'autres instruments financiers innovateurs ne peuvent dépasser 15% des fonds propres de base consolidés d'une banque (consid. 8).*

Vorbemerkung:

Die EBK hat im Sommer 1999 Projekte beider Grossbankenkonzerne (CS Group und UBS AG) genehmigt. Der die Praxis der EBK präzisierende, spätere Entscheid i.S. UBS AG wird hier auszugsweise veröffentlicht, obwohl die UBS AG bisher auf die Möglichkeit zur Ausgabe solcher Kapitalinstrumente verzichtet hat.

Sachverhalt (Auszug):

A.– Die UBS AG (nachfolgend UBS) beabsichtigt, im US-Bundesstaat Delaware eine Tochtergesellschaft, die UBS Group Capital Limited Liability Company I (nachfolgend UBS Capital LLC I oder US-Tochtergesellschaft), zu errichten und zu 100% zu beherrschen. Mit Schreiben vom 16. August 1999 ersucht sie die EBK um Beurteilung ihres Projektes zur Ausgabe von geplanten «Company Preferred Securities» durch die UBS Capital LLC I im Betrage von voraussichtlich ca. USD 1 Mia.

B.– Bei der Transaktion können zwei Ebenen unterschieden werden, die konzerninterne Beziehung zwischen der UBS Capital LLC I und der UBS, konkret deren Cayman Branch, einerseits und die Aussenbeziehung zwischen der UBS Capital LLC I und den Investoren andererseits.

Die Aussenbeziehung zu den Investoren erfolgt zweistufig: Die UBS Capital LLC I begibt «Company Preferred Securities», welche vom UBS Group Capital Trust I, Delaware (nachfolgend UBS Trust I), über-

nommen werden. Der UBS Trust I hält, vor allem zur Erleichterung der Steuerdeklaration von US-Investoren, die Company Preferred Securities und begibt seinerseits den Investoren sogenannte «Trust Preferred Securities». Die Company Preferred Securities und die Trust Preferred Securities sind in den wesentlichen Eigenschaften deckungsgleich (nachfolgend werden sie pauschal als Vorzugsaktien bezeichnet und nicht unterschieden). Insbesondere folgende spezielle Eigenschaften zeichnen die Emission aus:

- a) Die Laufzeit der Vorzugsaktien ist ewig (undated maturity). Frühestens nach zehn Jahren können sie von der Emittentin gekündigt und zurückbezahlt werden, danach auf jeden halbjährlichen Dividendentermin. Eine Kündigung durch den Investor ist hingegen ausgeschlossen.
- b) Die Vorzugsaktien zahlen eine zum voraus bestimmbare, halbjährliche Dividende. Die Dividende ist für die ersten zehn Jahre fix und wird nach deren Ablauf für die restliche Laufzeit neu festgesetzt. Die nachmalig geltenden Dividendenbedingungen (Referenzsatz und die Höhe des «Spreads», d.h. der Differenz zu jenem Satz) werden bereits im Emissionszeitpunkt bekannt gegeben. Die spätere Neufestsetzung der Dividende kommt, aufgrund einer aus heutiger Sicht empfundenen Verteuerung, einer Dividendenerhöhung gleich.

Die Dividende auf den Vorzugsaktien ist an die Bedingung geknüpft, dass die UBS auf ihren ordentlichen Aktien eine Dividende entrichtet. Wird auf eine diesbezügliche Dividende von Seiten der UBS verzichtet, ist eine Dividende auf den Vorzugsaktien der UBS Capital LLC I und des UBS Trust I nicht geschuldet. Solange die UBS im zweiten Fall über Bilanzreserven verfügt, ist sie trotzdem berechtigt, aber nicht verpflichtet, auf den Vorzugsaktien Dividenden auszurichten. Erfolgt auf Vorzugsaktien keine Dividendenzahlung, ist die UBS auch nicht zur Nachzahlung der ausgefallenen Dividende verpflichtet, wenn sie ihre Dividendenzahlungen wieder aufnimmt (d. h. die Dividendenschuld ist nicht kumulativ).

Aus den Erwägungen:

1.– Die Vorschriften betreffend die Eigenmittel (nachfolgend EM)-Anrechnung (Art. 11 – 11d BankV) unterscheiden zwischen Kernkapital (Art. 11a), ergänzendem Kapital (Art. 11b) und Zusatzkapital (Art. 11c), wobei die drei Kategorien in dieser Reihenfolge in einem Verhältnis abnehmender Qualität stehen. Diese Einschätzung wird dadurch verdeutlicht, dass Art. 11 BankV die maximale Anrechenbarkeit von ergänzendem Kapital und Zusatzkapital mittels Prozentzahlen des Kernkapitals beschränkt.

2.– Die für das konkrete Gesuch der UBS massgebliche Bestimmung von Art. 11a Abs. 1 BankV geht auf eine Verordnungsrevision vom 12. Dezember 1994 zurück. Danach gelten unter anderem «Kapitalanteile von Minderheitsaktionären an voll konsolidierten Tochtergesellschaften im Rahmen der konsolidierten Eigenmittelrechnung» als Kernkapital. Die Aufzählung solcher Kernkapitalanteile, welche teilweise der bestimmten Rechtsform einer Bank spezifisch sind, beginnt mit dem «einbezahlte(n) Kapital» (Art. 11a Abs. 1 Bst. a BankV).

Banken haben die EM-Vorschriften sowohl einzeln als auch konsolidiert zu erfüllen (Art. 13a Abs. 1 BankV). Bei einer Solo-Betrachtung ist für die Bank (Einzelinstitut) unwesentlich, welche Aktionäre risikotragendes Kapital gezeichnet haben. Die Unterscheidung zwischen Mehrheits- und Minderheitsaktionären an Tochtergesellschaften erfährt erst eine Bedeutung auf Konzernebene: Während Kapitalanteile der mehrheitlich beherrschenden Muttergesellschaft an einer Tochtergesellschaft im Zuge der Konsolidierung eliminiert werden, weil sich die Beteiligung der Muttergesellschaft und das Aktienkapital der Tochtergesellschaft entsprechen und deshalb aufheben, bleibt Kapital, welches Dritte ausserhalb des konsolidierten Konzerns an einer von letzterem voll zu konsolidierenden Tochtergesellschaft zeichnen, rechnerisch als Konzernkapital erhalten. Die unterschiedliche Behandlung von Aktienkapital einer Tochtergesellschaft nach der Herkunft des Aktionärs rechtfertigt sich, weil durch Drittaktionäre dem Konzern

tatsächlich zusätzliche Mittel von ausserhalb zugeführt werden. Das Aktienkapital, welches die Muttergesellschaft an der Tochtergesellschaft hält, wird hingegen innerhalb des Konzerns weitergegeben, ohne dass der Konzern als Ganzes dadurch mehr EM zur Verfügung hätte.

3.– Bei der Auslegung der schweizerischen Bestimmungen empfiehlt es sich aus zwei Gründen, die Interpretationen des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht (nachfolgend Basler Ausschuss) zu den Vorzugsaktien zu berücksichtigen:

- a) Die Formulierung der schweizerischen Regelung in Art. 11a Abs. 1 BankV ist bewusst in enger Anlehnung an die sogenannte «Basler Eigenkapitalvereinbarung» des Basler Ausschusses vom Juli 1988 (International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards), Anhang 1, Bst. D, Definition der Kapitalelemente, gewählt worden.
- b) Formell verlangt die Gesuchstellerin von der EBK eine Entscheidung zu der Frage, ob die Vorzugsaktien der UBS Capital LLC I gemäss schweizerischem Recht Kernkapital auf Konzernebene sind. Wegen der wachsenden Bedeutung der Kapitalmessung gemäss den Vorgaben des Basler Ausschusses ist für einen international tätigen Bankkonzern, wie die UBS, die damit implizit einhergehende Aussage ebenso wichtig, ob nach Ansicht der EBK diese Vorzugsaktien im Sinne des Basler Ausschusses als sogenanntes «Tier 1» (gleichbedeutend mit dem Kernkapital gemäss Bankenverordnung) zu betrachten sind. Die Gesuchstellerin und andere international tätige schweizerische Banken haben deshalb grosses Interesse daran, dass eine Auslegung der Vorschriften der Bankenverordnung durch die EBK die bereits bestehende Auslegung der Basler Eigenkapitalvereinbarung für die Interpretation der Bankenverordnung heranzieht.

4.– Der Basler Ausschuss hat sich nach intensiver Diskussion zu der

von Seite der internationalen Banken in den letzten eineinhalb Jahren immer öfter gewählten Form einer Konzern-EM-Beschaffung mittels Ausgabe von Vorzugsaktien auf eine Interpretation geeinigt und deren Inhalt in einer Presseerklärung vom 27. Oktober 1998 veröffentlicht. Demnach gelten Minderheitsanteile von Tochtergesellschaften, welche als SPV errichtet wurden, nur als Tier-1-Kapital, wenn sie folgende Bedingungen erfüllen:

- a) Die Instrumente sind ausgegeben und voll einbezahlt;
- b) kumulative Dividenden sind nicht vorgesehen;
- c) die der Bank durch die Ausgabe solcher Instrumente zugeflossenen Mittel tragen Verluste unter Fortführung der Geschäftstätigkeit der Bank mit («able to absorb losses within the bank on a going-concern basis»);
- d) die Instrumente sind allen Einlegern, den allgemeinen Gläubigern der Bank und deren nachrangigen Schulden ihrerseits nachrangig (sie können deshalb in einer Liquidation der Bank einzig den Aktien der Bank gegenüber vorrangig bedient werden);
- e) sie weisen eine ewige Laufzeit auf;
- f) die Instrumente sind ungesichert und auch nicht durch die Emittentin, eine nahestehende Gesellschaft garantiert oder anderweitig wirtschaftlich sichergestellt;
- g) die Instrumente sind einzig auf Initiative der Emittentin, erstmals nach fünf Jahren und nur mit Zustimmung der Aufsichtsbehörde rückzahlbar (unter der zusätzlichen Bedingung, dass die EM durch gleichrangiges oder besseres Kapital ersetzt werden oder – nach entsprechender aufsichtlicher Feststellung – wenn die Bank auch nach einer Rückzahlung über angemessene EM verfügt);
- h) die wesentlichen Eigenschaften solcher Kapitalinstrumente müssen klar verständlich und öffentlich bekannt sein;
- i) der Emissions-Erlös muss der Bank unmittelbar zufließen, oder es muss – wenn die Mittel dem ausgebenden SPV zufließen – auf andere Art sichergestellt werden, dass die Mittel der Bank direkt zur

- Verfügung stehen, bevor ihre finanzielle Situation sich wesentlich verschlechtert hat;
- j) die Bank muss über den Betrag und den Zeitpunkt von Dividendenzahlungen des SPVs auf solchen Kapitalinstrumenten selbst bestimmen können und sie aussetzen können, ohne in Verzug zu geraten, solange und unter dem einzigen Vorbehalt, dass sie die Zahlung der Dividende auf ihren eigenen Aktien ausgesetzt hat (dabei muss die Bank wirtschaftlichen Zugriff auf das vom SPV zurückbehaltene Dividendensubstrat haben);
 - k) die Dividendenzahlungen der Bank setzen voraus, dass eine zur Auszahlung zur Verfügung stehende Substanz (Gewinn oder zugewiesene Reserven) vorhanden ist. Sofern die Höhe der Zahlungen zugesichert ist, darf eine Anpassung dieses Betrages im Verlaufe der Zeit die nachmalige Kreditwürdigkeit (credit standing) der Emittentin (de facto: der Bank) nicht berücksichtigen.
 - l) Hinsichtlich direkt oder indirekt durch SPV ausgegebener Instrumente wird eine einmalige bescheidene Erhöhung («moderate step-up») der Dividende als zulässig betrachtet, wenn diese frühestens zehn Jahre nach Ausgabe erfolgt und gleichzeitig die Emittentin eine Rückzahlungs-Option hat. Als Grenze für diese bescheidene Erhöhung gilt dabei, nach Wahl der nationalen Aufsichtsbehörde, der Wert von 100 Basispunkten oder die Hälfte der ursprünglichen Differenz zu einem Referenzsatz (unter Berücksichtigung der Zinssatzunterschiede verschiedener Referenzgrößen).

5.– Die vom Basler Ausschuss aufgestellten Anforderungen betreffend Dividendenzahlungen auf den Vorzugsaktien (E. 4 j+k) sind Resultat einer Abwägung zwischen den Interessen von ordentlichen Aktionären der Bank und Investoren in Vorzugsaktien. Impliziter Grundgedanke dahinter, allerdings nicht ausdrücklich erwähnt, ist die Auffassung der Aufsichtsbehörden, dass die Dividendenzahlungen auf Vorzugsaktien durch die Tochtergesellschaft jedenfalls dann auszu-

schliessen sind, wenn eine Bank (Stufe Einzelinstitut oder Konzern) die für sie geltenden aufsichtsrechtlichen EM-Anforderungen nicht mehr einhalten kann. Selbst eine gemäss Art. 4 Abs. 3 BankG durch die EBK verfügte EM-Verschärfung könnte zu einer solchen Situation führen. Die Anerkennung als Kernkapital ist deshalb mit der ausdrücklichen Auflage zu verbinden, dass derartige Dividendenzahlungen auf dem Vorzugskapital automatisch ausgeschlossen sind, wenn die für die Bank geltenden schweizerischen EM-Anforderungen auf Einzel- oder Konzernstufe durch die Bank/den Konzern nicht mehr eingehalten werden können. Der UBS wird überlassen, wie sie die Investoren über diese Auflage informiert. Jedoch wäre eine Emissionsklausel nicht zulässig, wonach die Dividenden auf Vorzugsaktien immer dann geschuldet sind, wenn die ordentlichen Aktionäre ihre Dividende erhalten haben: eine plötzliche Verschlechterung der Lage der Bank oder eine Erhöhung der EM-Anforderung aus anderem Grund könnten nämlich sehr wohl dazu führen, dass die Bank bereits eine Dividende an die ordentlichen Aktionäre ausgeschüttet hat, ihr nunmehr aber für die Auszahlung der nächsten Dividenden auf dem Vorzugskapital keine ausreichenden Mittel mehr verbleiben.

6.– Wegen der in E. 3b vorstehend dargelegten Gründe hat die Gesuchstellerin ein eigenes Interesse, die Ausgabe der von ihr geplanten Vorzugsaktien durch die UBS Capital LLC I in voller Respektierung der Bedingungen gemäss E. 4a–l zu strukturieren. Hinsichtlich der zwei Varianten betreffend Dividendenerhöhung (E. 4l) hat sie nach Rücksprache zur Kenntnis genommen, dass die EBK eine maximale Veränderung um 100 Basispunkte (= 1 Zinsprozent) als die schweizerische Interpretation des bescheidenen Step-up gewählt hat. Nach Prüfung der von der Gesuchstellerin eingereichten Unterlagen kann festgestellt werden, dass die geplante Emission von Vorzugsaktien der UBS Capital LLC I den Vorgaben des Basler Ausschusses entspricht.

7.– In Präzisierung zu den gemäss E. 4 hievor vom Basler Ausschuss aufgestellten Bedingungen (und in Ergänzung der Auflage in E. 5 hievor) drängen sich folgende zusätzlichen Auflagen auf, damit die Vorzugsaktien der UBS Capital LLC I der Definition als schweizerisches Kernkapital gemäss Art. 11a BankV genügen:

- a) Ihre Rückzahlung bedarf in jedem Fall einer vorgängigen Zustimmung der Bankenkommission, unabhängig davon, ob der konkrete Emissionsprospekt diesen Umstand ausdrücklich erwähnt. Die Funktion als durch die Bankenaufsicht anerkanntes, konzeptionell ewig haftendes Risikokapital des Konzerns verlangt im Gegenzug nach einer Sicherung dieses dauerhaften Charakters. Dies gilt speziell bei Vorzugsaktien eines SPV, welches selbst keiner direkten Bank- oder Finanzmarktaufsicht untersteht.
- b) Die UBS wird bei jeder öffentlichen schriftlichen Verlautbarung zu ihrem Kernkapital (bzw. Tier-1-Kapital gemäss Basler Ausschuss), oder zu dessen Anteil an der Gesamtheit der risikogewichteten Positionen, in Zukunft offenzulegen haben, in welchem Umfang (Betrag oder Prozente) dafür Vorzugsaktien oder andere innovative Kapitalinstrumente mit den Charakteristika gemäss E. 4 und 5 verantwortlich sind. Bestimmte Eigenschaftsmerkmale der Vorzugsaktien, insbesondere ein Step-up, weisen auf eine Art «Kernkapital minderer Qualität» hin. Diese Einschätzung war der Hauptgrund für den lange Zeit in Anspruch nehmenden Entscheidungsprozess innerhalb des Basler Ausschusses. Eine formelle Unterteilung in «oberes» und «unteres» Tier-1-Kapital, ähnlich dem oberen und unteren ergänzenden Kapital (Art. 11b BankV), hat zwar weder der Basler Ausschuss beschlossen, noch wird sie in der geltenden Bankenverordnung gemacht, da bei ihrem Erlass der Einschluss derartiger innovativer Kapitalinstrumente unter dem Begriff des Kernkapitals nicht zur Diskussion stand. Trotzdem sollte in Präsentationen und Vergleichen mit Konkurrenten vermieden werden, dass ein Bankkonzern seine Kernkapital- bzw. Tier-1-Kapital-Anteile publiziert, ohne den Hinweis anzubringen, dass die-

ser Anteil in Anrechnung beispielsweise von Vorzugsaktien zu Stande gekommen ist. Diese Haltung entspricht einer von der EBK generell angestrebten grösstmöglichen Transparenz der EM-Bestandteile einer Bank, wie sie im Übrigen auch in dem vom Basler Ausschuss am 3. Juni 1999 publizierten Konsultationspapier für eine neue Eigenkapitalvereinbarung unter dem Titel der Marktdisziplin als zusätzlichem Pfeiler neben quantitativen EM-Anforderungen anvisiert wird.

8.– Kapitalinstrumente mit innovativen Merkmalen, welche die Möglichkeit einer Rückzahlung entgegen der ewigen Laufzeit erhöhen, bedürfen darüber hinaus einer Limite innerhalb des Kernkapitals. Der maximale Anteil aller Kapitalinstrumente am konsolidierten Kernkapital einer Bank, welche die wesentlichen Eigenschaften von Vorzugsaktien auf sich vereinigen, wird deshalb auf 15% des Kernkapitals beschränkt. Der Grund für diese vom Basler Ausschuss in seiner Interpretation vom 27. Oktober 1998 ebenfalls vorgegebene Beschränkung liegt – wie bei der vorstehend gemäss E. 7b verfügbaren Transparenz – in der vergleichsweise minderen Qualität dieses Konzern-Kernkapitals. Eine anteilmässige Beschränkung solcher innovativer Kapitalinstrumente geht über die Offenlegungspflicht hinaus, weshalb sie unabhängig davon verlangt wird.

Verfügung der Eidg. Bankenkommission vom 30. März 2000 i.S. Bank B

Art. 11 Abs. 1 Bst. b und c und Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG, Verletzung der Sorgfalts- und Treuepflichten / Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit.

Die Sorgfalts- und Treuepflichten gemäss Art. 11 BEHG verlangen die bestmögliche Erfüllung der Kundenaufträge in preismässiger, zeitlicher und quantitativer Hinsicht und die Vermeidung von Interessenkonflikten bzw. verbieten die Benachteiligung von Kunden in Situationen mit Konfliktpotential. Das Vorseilen über das Eigenhandelskonto, um danach das Kundengeschäft zu schlechteren Konditionen abzuwickeln, stellt eine Verletzung dieser Pflichten dar und ist mit den Anforderungen an eine einwandfreie Geschäftstätigkeit nicht zu vereinbaren (Erw. 1).

24

Art. 11 al. 1 let. b et c et art. 10 al. 2 let. d LBVM, violation des obligations de diligence et de fidélité / garantie d'une activité irréprochable.

Les obligations de diligence et de fidélité selon l'art. 11 LBVM exigent la meilleure exécution possible des ordres des clients tant en ce qui concerne le prix, le moment et le volume de la transaction. Les conflits d'intérêt doivent être évités. Dans les situations impliquant un conflit potentiel, il est interdit de désavantager les clients. Le fait d'exécuter d'abord une transaction par le biais du compte nostro et de procéder ensuite à la transaction pour le compte du client à des conditions moins favorables, constitue une violation de cette obligation et n'est pas compatible avec les exigences liées à la garantie d'une activité irréprochable (consid. 1).

Sachverhalt (Auszug):

A.– Der Bank B lag am tt.mm. 1999 ein Kundenauftrag zum Verkauf von 203 Stück des an der Eurex gehandelten Put Q vor. Um ss:02:27 initiierte der Händler D der Bank B im Handelssystem der Eurex einen sogenannten «cross request» für 203 Put Q. Die Geld-Brief-Preisspanne betrug zu diesem Zeitpunkt CHF xy1.– – xz1.–. Der Händler X, Market Maker bei der Bank G, stellte um ss:02:53 einen Quote von CHF xy2.– – xz2.– für je 50 Put Q. In der gleichen Sekunde verbesserte der Händler Y, Market Maker bei der Bank H, die Geldseite auf CHF xy3.– für 200 Put Q, worauf D um ss:03:05 für Nostro 200 Put Q zu CHF xy3.– an Händler Y verkaufte.

Im Auftragsbuch verblieb damit auf der Geldseite das Angebot zum Kauf von 50 Put Q zu CHF xy2.– von Händler X. D gab darauf um ss:03:14, d.h. 9 Sekunden später, die gleiche Anzahl Put Q wie kurz zuvor verkauft, nämlich 200, limitiert auf CHF xy2.–, zum Kauf ein. Damit erhöhte sich das Angebot zum Kauf im Auftragsbuch auf 250 Put Q zu CHF xy2.–. Erst jetzt, d. h. um ss:03:21, verkaufte die Bank B für ihren Kunden die 203 Put Q limitiert auf CHF xy2.–. 153 Stück gingen an D («inhouse cross») und 50 wurden aufgrund der Zeitpriorität von Händler X gekauft.

B.– Nachdem die Überwachungsstelle der Eurex diesen Sachverhalt der Eidg. Bankenkommission unterbreitet hatte, wurde gegen die Bank B ein Untersuchungsverfahren nach Art. 6 Abs. 2 BEHG und Art. 11 BEHV eröffnet. Die Bank B bestätigte den Vorgang und gestand ein, dass die Schlaufe über Nostro nicht korrekt war und die Kursdifferenz von CHF 1.– je Put, ausmachend insgesamt CHF 2000.– (200 Kontrakte × 10 [Kontraktgrösse]), dem Kunden zustehe. Die Bank bedauerte den Vorfall und teilte mit, dass sie dem Kunden den Differenzbetrag vergütet habe, dem Händler D einen schriftlichen Verweis erteilt habe und sämtliche Händler unter Androhung schärfster Massnahmen schriftlich ermahnt habe, dass erteilte Kundenaufträge unbedingt mit Zeitpriorität vor Nostro-Transaktionen zu behandeln sind.

C.– Die EBK stellte gegenüber der Bank B fest, dass die Abwicklung dieses Kundenauftrages mit den Anforderungen an eine einwandfreie Geschäftstätigkeit nicht zu vereinbaren war. Nachdem die Bank B die Unzulässigkeit des hier beanstandeten Vorfalles zugestanden und entsprechend reagiert hatte, namentlich dem Kunden den Differenzbetrag vergütete und dem Händler D einen schriftlichen Verweis erteilte, und somit kein Missstand mehr vorlag, verzichtete die Eidg. Bankenkommision auf weitere aufsichtsrechtliche Massnahmen.

Aus den Erwägungen:

1.– a) Gemäss Art. 11 BEHG hat der Effekthändler gegenüber seinen Kunden:

- eine Informationspflicht; er weist sie insbesondere auf die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken hin;
- eine Sorgfaltspflicht; er stellt insbesondere sicher, dass die Aufträge seiner Kunden bestmöglich erfüllt werden und diese die Abwicklung seiner Geschäfte nachvollziehen können;
- eine Treuepflicht; er stellt insbesondere sicher, dass allfällige Interessenkonflikte seine Kunden nicht benachteiligen.

Art. 11 BEHG ist eine sogenannte Doppelnorm, d. h. ist zivil- und aufsichtsrechtlicher Natur. In aufsichtsrechtlicher Hinsicht stellen die Verhaltenspflichten von Art. 11 BEHG eine Konkretisierung der in Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG enthaltenen Anforderungen an eine einwandfreie Geschäftsführung dar. Ihrerseits wurden diese Verhaltenspflichten in den Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung betreffend die Verhaltensregeln für Effekthändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäfts vom 22. Januar 1997 weiter konkretisiert.

Aus der Sorgfaltspflicht ergibt sich eine Verpflichtung zur bestmöglichen Erfüllung der Kundenaufträge in preismässiger, zeitlicher und

quantitativer Hinsicht. Die Pflicht zur bestmöglichen Erfüllung verlangt vom Effektenhändler insbesondere eine Ausführung zum bestmöglichen Marktkurs. Die Treuepflicht stipuliert die Vermeidung von Interessenkonflikten bzw. verbietet die Benachteiligung von Kunden in Situationen mit Konfliktpotential.

b) Die Bank B beabsichtigte den vorliegenden Kundenauftrag zum Verkauf von 203 Stück Put Q zu einem Kurs von CHF xy2.– im Rahmen eines vorvereinbarten «inhouse cross» zu erfüllen. Die Eurex-Börsenordnung erlaubt solche sogenannte «prearranged trades» oder «cross trades», sofern ein genau umschriebenes Prozedere eingehalten wird, bei welchem dem Markt mit einem «cross request» angezeigt wird, dass es zu einem vorvereinbarten Abschluss kommen werde (Rule 1.3.3 [5]). Sinn und Zweck des «cross request» ist es, dem Markt Gelegenheit zu geben, mit einer Verbesserung der Konditionen an der angekündigten Transaktion teilzunehmen. Dieses Prozedere wurde hier eingehalten.

Im vorliegenden Fall nahm nun der Händler Y der Bank H die Gelegenheit zur Teilnahme wahr, indem er die Geldseite auf CHF xy3.– verbesserte. Durch diese Verbesserung der Geldseite durch einen Dritten entstand ein Interessenkonflikt. Statt, wie es die Sorgfalts- und Treuepflichten gegenüber dem Kunden gemäss Art. 11 BEHG verlangt hätten (vgl. auch Bst. C und D der Richtlinien der SBVg), die Abwicklung des Kundenauftrags, d.h. den Verkauf von 200 Stück zu CHF xy3.– für den Kunden, zuzulassen, reagierte der Händler von Bank B auf diese Verbesserung der Geldseite mit einem Verkauf für Nostro. Dieser Verkauf für Nostro war sorgfalts- und treuwidrig. Durch den Umweg über Nostro, welcher zu einem Verkauf für den Kunden zu CHF xy2.– statt CHF xy3.– führte, wurde dieser benachteiligt. Bei korrektem Verhalten hätte man aber für den Kunden einen Mehrerlös von CHF 2000.– erzielen können. Das Vorseilen des Händlers mit dem Verkauf für das Eigenhandelskonto, um dem Kunden wenige Sekun-

den danach die Position dann doch noch zu einem tieferen Preis abzu-
kaufen, ist als unzulässiges Front Running zu qualifizieren, bzw. es
könnte die Schlaufe über Nostro gar als widerrechtlicher Kursschnitt
angesehen werden (vgl. EBK-Bulletin 20, 23 und 18, 11), nachdem an-
gesichts des vorhandenen Kundenauftrags für die Bank B nie ein Kurs-
risiko bestand.

Die Transaktion vom tt.mm. 1999 in 200 Stück Put Q der Bank B ver-
stiess damit gegen die Sorgfalts- und Treuepflichten gemäss Art. 11
BEHG und gegen die Anforderungen an eine einwandfreie Geschäfts-
tätigkeit gemäss Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG.

Verfügung der Eidg. Bankenkommission vom 28. Oktober 1999 i.S. Bank A

Art. 3 Abs. 2 Bst. c BankG und Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG, Börsentransaktionen ohne jegliche wirtschaftliche Relevanz (Scheingeschäfte) / Grundsatz von Treu und Glauben im Geschäftsverkehr.

Scheingeschäfte stehen in grundsätzlichem Widerspruch zum Anliegen eines transparenten Effektenhandels und verletzen den Grundsatz von Treu und Glauben im Geschäftsverkehr, wie er sich aus den Anforderungen an eine einwandfreie Geschäftstätigkeit ergibt. Scheingeschäfte und deren Veranlassung sind aus aufsichtsrechtlicher Sicht nicht tolerierbar (Erw. 1 und 2).

Art. 3 al. 2 let. c LB et art. 10 al. 2 let. d LBVM, transactions boursière sans pertinence économique (transactions fictives) / principe de la bonne foi dans les affaires.

Les transactions fictives sont en contradiction fondamentale avec le but premier d'un négoce de valeurs mobilières transparent. Elles violent le principe de la bonne foi dans les affaires tel qu'il découle des exigences liées à la garantie d'une activité irréprochable. Du point de vue prudentiel, les transactions fictives et le fait de les ordonner ne sont pas tolérables (consid. 1 et 2).

Sachverhalt (Auszug)

Die Bank A tätigte im Herbst 1998 für einen ihrer Firmenkunden, die X AG, insgesamt zehn börsliche Abschlüsse in X-Namenaktien an der SWX Swiss Exchange. Die Finanzabteilung der X AG erteilte die entsprechenden Aufträge telefonisch. Die Aufträge lauteten, jeweils eine gleiche Menge X-Namenaktien zu einem von der X AG festgelegten gleichen Preis gleichzeitig zu kaufen und zu verkaufen, das heisst, gleichzeitig gegeneinander auszuführen. Die Menge der in Auftrag ge-

gegebenen Transaktionen bewegte sich zwischen 100 und 800 Stück X-Namenaktien. Die Preise der Abschlüsse variierten zwischen CHF x07.75 und CHF x01.50. Die Aufträge wurden, verteilt über drei Tage, jeweils in wichtigen Phasen des Handels, kurz nach der Eröffnung oder kurz vor Handelsschluss, in das Handelssystem eingegeben. Die Preise der Transaktionen wurden systematisch auf plus 0.75% zum letztbezahlten Kurs der X-Namenaktie angesetzt. Dies entsprach der maximal möglichen Abweichung des potentiellen Folgekurses vom Referenzpreis (dem letztbezahlten Kurs in dieser Effekte), ohne dass dabei ein automatisches «Stoptrading» ausgelöst wurde. Die Abschlüsse wurden jedoch nicht konzentriert vorgenommen, um damit beispielsweise kontinuierlich den Kurs in kleinen Schritten zu steigern (eine sogenannte «Treppe»), sondern verteilt, sodass der Kurs durch die Transaktionen, die zu verschiedenen Zeitpunkten und bei verschiedenen Preisen erfolgten, jeweils nur unbedeutend bewegt wurde.

Nachdem den Marktüberwachungsorganen der SWX Swiss Exchange (nachfolgend SWX) diese Transaktionen der Bank A als «Inhouse Cross Trades» aufgefallen waren und nachdem entsprechende Vorabklärungen durchgeführt worden waren, benachrichtigte die Überwachungsstelle der SWX die Eidg. Bankenkommission über diese Angelegenheit. Die Eidg. Bankenkommission eröffnete gegen die Bank A ein Untersuchungsverfahren gemäss Art. 6 Abs. 2 BEHG. Die Bank A bestätigte, die hiervor dargestellten Aufträge erhalten und ausgeführt zu haben. Sie führte weiter aus, sie habe keine Veranlassung gesehen, auf eine bewusste Manipulation durch den Kunden zu schliessen, da die Aufträge durch Spezialisten der Finanzabteilung der X AG erteilt worden waren und da die Preise der Transaktionen, wenn überhaupt, nur ganz minimal vom gegebenen Marktkurs abgewichen waren. Die Bank A machte im weiteren Verfahren zudem geltend, dass bereits kurze Zeit nach den Transaktionen das Verhalten der betroffenen Mitarbeiter klar als fehlerhaft erkannt und sofort mit entsprechenden Vorkehrungen reagiert worden war. Es seien Instruktionen zur strikten Ableh-

nung solcher Wünsche von Kunden erteilt und kommuniziert worden, dass Verstösse geahndet würden.

Die X AG bestätigte auf Anfrage der Eidg. Bankenkommission ihrerseits den Hergang der Auftragsabwicklung. Bezüglich der Gründe für die Auftragserteilung führte sie aus, dass es einzig darum gegangen sei, die Handelbarkeit der Titel im Interesse der Aktionäre sicherzustellen. Es sei eine Häufung von «Stoptrading»-Unterbrüchen festgestellt worden, welche auf die zu kleine Handelsspanne von 0.75% zurückzuführen gewesen sei. Die Transaktionen hätten als «Hilfstrades» gedient, bei denen mit geringen Mengen erreicht werden sollte, dass der Handel weitergehen könne. Weitere Abklärungen bezüglich eines allfälligen Zusammenhangs der Transaktionen mit Derivaten der X-Namenaktie haben keine konkreten Hinweise auf eine mögliche Gewinnabsicht oder eine Gewinnerzielung der X AG ergeben.

Die EBK stellt gegenüber der Bank A als Unternehmen als aufsichtsrechtliche Massnahme fest, dass ihr Verhalten in dieser Angelegenheit nicht dem Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit entsprach. Personelle Massnahmen mussten keine angeordnet werden, da einerseits die verantwortlichen Mitarbeiter nicht Gewährsträger sind und andererseits das verantwortliche Geschäftsleitungsmitglied die Bank verlassen hat; zudem hat die Bank interne Massnahmen zur Vermeidung von solchen Vorfällen getroffen. Die Eidg. Bankenkommission beauftragte darüber hinaus die SWX Swiss Exchange zu prüfen, wie gestützt auf das Kotierungsreglement auch Massnahmen gegenüber der X AG angeordnet werden könnten.

Aus den Erwägungen:

1.– a) Gemäss Art. 3 Abs. 2 Bst. c BankG gehört unter anderen zu den Voraussetzungen zur Bewilligung der Aufnahme der Geschäftstätigkeit als Bank, dass «die mit der Verwaltung und Geschäftsführung ei-

ner Bank betrauten Personen einen guten Ruf geniessen und Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten». Gleiches gilt gemäss Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG auch für die Tätigkeit als Effektenhändler. Beide Bestimmungen, kurz als «Gewährsartikel» bezeichnet, haben mithin den gleichen Gehalt.

b) Die Bewilligungsvoraussetzungen sind dauernd einzuhalten. Damit verlangt die Prüfung, ob die Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit erfüllt ist bzw. erfüllt bleibt, eine prospektive Beurteilung. Es ist mit anderen Worten festzustellen, ob aufgrund in der Vergangenheit liegender Vorkommnisse die Voraussetzungen der Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit in der Gegenwart noch erfüllt sind und welche diesbezüglichen Prognosen für die Zukunft gemacht werden können.

c) Die mit der Verwaltung und Geschäftsführung betrauten Personen müssen fachlich kompetent sein und müssen sich im Geschäftsverkehr korrekt verhalten. Unter korrektem Verhalten im Geschäftsverkehr ist in erster Linie die Beachtung der Rechtsordnung, d.h. der Gesetze und der Verordnungen, namentlich im Banken- und Börsenrecht, aber auch im Zivil- und Strafrecht, sowie der Statuten und des internen Regelwerkes der Bank bzw. des Effektenhändlers zu verstehen. Mit anderen Worten ist mit dem Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit nicht zu vereinbaren, wenn das Geschäftsgebaren gegen einschlägige Rechtsnormen, internes Regelwerk, Standesregeln oder vertragliche Vereinbarungen mit Kunden, bzw. gegen die Sorgfaltspflichten diesen gegenüber, verstösst (vgl. Bodmer/Kleiner/Lutz, Kommentar zum schweizerischen BankG, N 34 ff. zu Art. 3–3^{ter} BankG mit weiteren Hinweisen; auch z.B. EBK Bulletin 22, S. 29 f.; 18, S. 28 f.). Ein Verstoss gegen das Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit liegt darüber hinaus aber ebenfalls vor, wenn die beanstandete Tätigkeit «in krasser Weise dem Verhalten, wie es von einem redlichen Bankier erwartet werden muss», widerspricht (EBK Bulletin 15, S. 11 f.). Im Sin-

ne eines Berufsrechts obliegen daher Banken und Effektenhändler Rechtspflichten, die berufsspezifisch sind und nicht in materiell-gesetzlichen Bestimmungen festgelegt sind. Banken und Effektenhändler bzw. ihre mit der Verwaltung und Geschäftsführung betrauten Personen müssen sich ferner auch so verhalten, dass sie die Bank bzw. den Effektenhändler nicht kompromittieren, d.h. ihr Ansehen und das ihnen vom Publikum entgegengebrachte Vertrauen nicht schädigen oder gar in einem weiteren Rahmen den Ruf des schweizerischen Finanzplatzes beeinträchtigen.

d) Aus diesen Anforderungen an eine einwandfreie Geschäftstätigkeit ergibt sich unter anderem, dass eine Bank oder ein Effektenhändler den Grundsatz von Treu und Glauben im Geschäftsverkehr zu beachten hat. Angesichts des Vertrauens, das Banken und Effektenhändler als wichtige Grundlage für ihre Tätigkeit beanspruchen, kommt diesem Grundsatz ein hoher Stellenwert zu. Banken und Effektenhändler haben mit anderen Worten diesbezüglich hohen Ansprüchen zu genügen.

2.- a) Die Bank A hat am tt.mm.1998 im Auftrag und für Rechnung der X AG in insgesamt zehn Transaktionen zu im Voraus festgesetzten Preisen jeweils gleichzeitig X-Namenaktien gekauft und verkauft. Die Aufträge im Umfang von total 4100 X-Namenaktien wurden «on exchange» über das Handelssystem der SWX abgewickelt.

Diese börslichen Abschlüsse sind als Scheingeschäfte, genauer als sogenannte «wash sales», zu qualifizieren. Es sind Geschäfte ohne wirtschaftliche Relevanz. Kauf und Verkauf erfolgten auf Rechnung ein und desselben wirtschaftlich Berechtigten, nämlich der X AG (vgl. zu börslichen Scheingeschäften z. B. Rolf Watter, Kursmanipulation am Aktienmarkt unter Berücksichtigung sogenannter Stützungskäufe, SZW 62 [1990] 193). Im vorliegenden Fall war die X AG nicht nur beidseitig wirtschaftlich berechtigt, sondern trat ausserdem auch juristisch

gleichzeitig als Käuferin und Verkäuferin auf. Aus zivilrechtlicher Sicht ist ein solches Scheingeschäft – ein Geschäft, welches mit sich selbst geschlossen wird – nichtig. Zu einem Vertrag sind notwendigerweise zwei Parteien erforderlich. Niemand kann mit sich selbst einen Vertrag schliessen (vgl. Gauch/Schluep, Schweizerisches Obligationenrecht, Allgemeiner Teil, Zürich 1995, 51). Es fehlt daher an einer notwendigen Bedingung für das Zustandekommen eines Vertrages, und die Dinge sind so zu sehen, als sei nichts geschehen («nihil actum est») (vgl. Eugen Bucher in Honsell/Vogt/Wiegand, Kommentar zum schweizerischen Obligationenrecht, Obligationenrecht I, Basel 1992, 38). Die Vornahme von Scheingeschäften ist im Weiteren, neben dem Verbreiten irreführender Informationen, eine der beiden möglichen Tathandlungen, die, bei Verwirklichung der weiteren Tatbestandselemente, gemäss Art. 161^{bis} Strafgesetzbuch strafrechtlich als Kursmanipulation verfolgt werden (vgl. z. B. Peter Nobel, Schweizerisches Finanzmarktrecht, Bern 1997, 570 ff.).

b) Vorliegend ist die Ausführung der zehn Scheingeschäfte vom tt.mm.1998 durch die Bank A aus banken- und börsenaufsichtsrechtlicher Sicht zu beurteilen.

Gemäss dem Zweckartikel, Art. 1 BEHG, regelt das Börsengesetz unter anderem «die Voraussetzungen für den gewerbsmässigen Handel mit Effekten, um für den Anleger Transparenz und Gleichbehandlung sicherzustellen».

Scheingeschäfte werden über das Handelssystem der SWX für das Publikum als dem Anschein nach echte Käufe und Verkäufe, mit entsprechendem Kurs und Volumen, protokolliert und ausgewiesen. In Tat und Wahrheit handelt es sich dabei aber um Handelsinszenierungen ohne jegliche wirtschaftliche Relevanz und, wenn mit sich selbst abgeschlossen («wash sales»), gar ohne zivilrechtlichen Bestand. Die Marktteilnehmer werden in ihrem Vertrauen, die ausgewiesenen Da-

ten der Börse basierten auf echten Geschäften, getäuscht. Scheingeschäfte stehen in grundsätzlichem Widerspruch zum Anliegen eines transparenten Effektenhandels, wie es im Zweckartikel des Börsengesetzes ausdrücklich genannt wird. Ihre Vornahme verletzt den Grundsatz von Treu und Glauben im Geschäftsverkehr, wie er sich aus den Anforderungen einer einwandfreien Geschäftstätigkeit gemäss Art. 3 Abs. 2 Bst. c BankG und Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG ergibt. Es steht daher ausser Zweifel, dass Scheingeschäfte und deren Veranlassung aus aufsichtsrechtlicher Sicht nicht toleriert werden können.

Das ehemalige zürcherische Gesetz betreffend den gewerbmässigen Verkehr mit Wertpapieren vom 22. Dezember 1912 (Wertpapiergesetz, WPG) untersagte im Übrigen den Börsenmitgliedern in § 16 Ziff. 1 abstrakt, unabhängig von weiteren Merkmalen, die Veranlassung von Scheinofferten und Scheingeschäften.

c) Die Bank A hat die Aufträge der X AG zur Ausführung der zehn Scheingeschäfte angenommen und unbesehen und ohne Rücksprache ausgeführt. Sie führt (...) aus, man habe keine Veranlassung gesehen, auf eine bewusste Manipulation des Kunden zu schliessen, da es sich bei diesem um ein bedeutendes Unternehmen mit einer spezialisierten Finanzabteilung handle und da die (festgelegten) Preise der Transaktionen nur ganz minimal vom gegebenen Marktkurs abwichen. Dieses Verhalten und die Vornahme der Scheingeschäfte ist mit den Anforderungen an eine einwandfreie Geschäftstätigkeit gemäss Art. 3 Abs. 2 Bst. c BankG und Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG nicht zu vereinbaren. Der Einwand der Bank ändert daran nichts und vermag im Übrigen auch nicht als seriöses Hinterfragen dieser Scheingeschäfte zu überzeugen. Es ist beispielsweise denkbar, dass durch geringe Manipulation eines Basistitels Derivate aufgrund der Hebelwirkung wesentlich beeinflusst werden und auf diese Weise beabsichtigt wird, Vermögensvorteile zu erlangen. Dass der Auftrag für die Scheingeschäfte von Finanzspezialisten einer bedeutenden Gesellschaft erteilt wurde,

ist im Weiteren mitnichten ein zulässiges Argument, eine mögliche Manipulation auszuschliessen. Diese Aussage, und auch jene vom tt.mm.1998 gegenüber der SWX, in der angeführt wurde, die Bank könne es sich nicht gestatten, aufgrund weniger Transaktionen über die Interessenlage der X AG zu mutmassen, offenbaren höchstens ein mangelndes Bewusstsein der Bank A darüber, dass Transaktionen über das Handelssystem der SWX gegebenenfalls nicht alleine strafrechtlich zu verantworten sind, sondern auch aufgrund des Bankengesetzes und des Börsengesetzes für den ausführenden Effekthändler aufsichtsrechtliche Folgen haben können.

Die zehn Transaktionen können im Übrigen nicht dem Bereich der – in der Schweiz anerkanntermassen erlaubten – Kurspflege zugeordnet werden. Auch Abschlüsse, die in einem zulässigen Rahmen die Kurspflege bezwecken, müssen selbstverständlich auf echten Käufen und Verkäufen mit tatsächlicher wirtschaftlicher Relevanz und Konsequenz (d. h. mitunter echte Aufwände für denjenigen, der den Kurs pflegt oder stützt) basieren. Die Veranlassung von Scheintransaktionen kann dagegen eindeutig nicht als zulässiges Mittel der Kurspflege toleriert werden.

Damit ergibt sich, dass die Ausführung der zehn börslichen Transaktionen in X-Namenaktien vom tt.mm.1998 durch die Bank A für die X AG mit Art. 3 Abs. 2 Bst. c BankG und Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG nicht zu vereinbaren war.

Entscheid der II. Öffentlichrechtlichen Abteilung des Bundesgerichts vom 2. Februar 2000 i.S. Credit Suisse Group und Credit Suisse First Boston¹

Art. 10 Abs. 1 Bst. d und Art. 29 VwVG, rechtliches Gehör, Befangenheit; Art. 3 Abs. 2 Bst. c BankG, Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit: Ausnützung der Kenntnis von vertraulichen Tatsachen; Verhältnismässigkeit; Art. 23^{ter} BankG, Einziehung unrechtmässiger Gewinne durch die EBK?

1. *Das Börsengesetz ist auf einen Sachverhalt, der sich vor dessen Inkrafttreten ereignet hat, nicht anwendbar (Erw. 2).*
2. *Der Anspruch auf eine unbefangene Entscheidbehörde schliesst nicht aus, dass die Behörde aufgrund eines Verfügungsentwurfs entscheidet, der von einem der Behörde unterstellten Sekretariat vorbereitet wurde (Erw. 3).*
3. *Voraussetzung für die Ausübung der Bankentätigkeit ist die dauernde Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit. Aufsichtsrechtlich wesentlich sind deshalb auch schwerwiegende Verletzungen zivilrechtlicher Verpflichtungen, insbesondere Verstösse gegen die Treuepflicht gegenüber Kunden. Ein Verhalten kann auch treuwidrig und aufsichtsrechtlich unzulässig sein, wenn noch keine strafbare Handlung vorliegt. Informationssperren («Chinese Walls») und Verkaufssperren als Mittel gegen Insidergeschäfte (Erw. 5).*
4. *Eine Treuwidrigkeit ist jedenfalls dann anzunehmen, wenn eine Bank Aktien verkauft, obwohl sie sich bewusst ist, dass ein erhebliches kursrelevantes Informationsgefälle zwischen ihr und denjenigen Kreisen besteht, welche tatsächlich die Aktien kaufen (Erw. 6).*
5. *Die Feststellung der EBK, ein Verhalten habe dem Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit widersprochen, ist eine blosser Missfallens-kundgebung und als solche grundsätzlich die mildeste Aufsichts-*

¹ Sachverhaltszusammenfassung und Regesten wurden von der Redaktion des EBK Bulletins verfasst. Der Entscheid wurde in der amtlichen Sammlung der Bundesgerichtsentscheide nicht veröffentlicht.

snahme. Sie erscheint dort als angebracht, wo keine weiteren Massnahmen erforderlich sind. Sie hat jedoch keine direkten Rechtswirkungen und begründet weder eine zivilrechtliche noch eine strafrechtliche Verantwortlichkeit (Erw. 8).

6. Es ist fraglich, ob die EBK aufsichtsrechtlich die Einziehung eines unrechtmässigen Gewinns oder die Rückzahlung eines bankenrechtlich unzulässigen Erlöses anordnen kann (Erw. 9).

Art. 10 al. 1 let. d et art. 29 PA, droit d'être entendu, partialité; art. 3 al. 2 let. c LB, garantie d'une activité irréprochable: exploitation de la connaissance de faits confidentiels; proportionnalité; art. 23^{er} LB, confiscation de gains illicites par la CFB?

1. La loi sur les bourses n'est pas applicable à un état de fait qui s'est réalisé avant son entrée en vigueur (consid. 2).
2. Le droit à une autorité statuant sans idées préconçues n'exclut pas que l'autorité décide en se fondant sur un projet de décision qui a été préparé par un secrétariat qui lui est subordonné (consid. 3).
3. Une des conditions pour l'exercice d'une activité bancaire est le respect permanent de la garantie d'une activité irréprochable. Au plan prudentiel, sont pertinentes également les violations graves d'obligations civiles, en particulier la violation du devoir de fidélité envers les clients. Un comportement peut être contraire à ce devoir et inadmissible au plan prudentiel même lorsqu'on n'est pas encore en présence d'un délit pénal. Obstacles à la transmission d'informations («Chinese Walls») et interdictions de vente comme mesures destinées à éviter les affaires d'initiés (consid. 5).
4. Un comportement contraire au devoir de fidélité doit être admis en tout cas lorsqu'une banque vend des actions bien qu'elle soit consciente qu'il existe une différence notable dans la mesure de l'information entre la banque et les clients qui achètent effectivement les actions (consid. 6).
5. La constatation de la CFB qu'un comportement a violé l'exigence

de la garantie d'une activité irréprochable est simplement l'expression d'un mécontentement et, en tant que tel, la mesure de surveillance la plus douce. Elle se justifie lorsque d'autres mesures ne sont pas nécessaires. Elle ne développe cependant aucun effet de droit direct et ne crée ni responsabilité civile ni responsabilité pénale (consid. 8).

- 6. On peut se demander dans quelle mesure la CFB pourrait, en tant que mesure prudentielle, ordonner la confiscation du gain illicite ou le remboursement d'un bénéfice inadmissible au plan du droit bancaire (consid. 9).*

Sachverhalt (Auszug):

A.– Die Biber Holding AG, umfassend die Papierfabriken Biberist und Utzenstorf sowie andere Tochtergesellschaften, geriet 1994 in Zahlungsschwierigkeiten. Mit Hilfe eines Bankenkonsortiums wurde eine Sanierung durchgeführt, wobei die Grossbanken Aktien der Biber Holding AG übernahmen und dafür durch je ein Geschäftsleitungsmitglied in deren Verwaltungsrat vertreten waren. Unter anderem übernahm auch die damalige Schweizerische Kreditanstalt (nachfolgend: SKA) rund 1,7 Mio. Aktien der Biber Holding AG. Vertreter der SKA im Biber-Verwaltungsrat war X.

Die Aktien wurden innerhalb der SKA beim Ressort Multinational Division Schweiz eingebucht. 1995 verschlechterte sich die Lage der Biber Holding AG weiter, so dass der Verwaltungsrat weitere Sanierungsmöglichkeiten diskutierte. Daneben wurden Verkaufsvarianten geprüft. Am 6. November 1995 entschieden die Banken, eine Bilanzsanierung (Projekt «Omega») ins Auge zu fassen, da ein Verkauf nur mit Verlust möglich gewesen wäre.

Der Verwaltungsrat der Biber Holding AG nahm am 4. Dezember 1995 vom Konsens der Banken bezüglich «Omega» Kenntnis, bedauerte

aber, dass die Umwandlung von Fremd- in Eigenkapital nicht das gewünschte Ausmass von 200 Mio. erreichen, sondern nur 150 Mio. Franken betragen sollte.

Am 5. Dezember 1995 beschloss der Ausschuss der Generaldirektion (im Folgenden: GDA) der SKA, die Biber-Aktien zusammen mit anderen Effektenbeständen in die Verantwortung des Wertschriftenhandels (Handelsbestand) zu übertragen. X. hatte den GDA zuvor über die Verwaltungsratsitzung der Biber Holding AG vom Vortag orientiert. Der Leiter der Handelsabteilung erhielt die Instruktion, allfällige Bestandesänderungen bei den Biber-Aktien erst nach Bekanntgabe der Konzernrechnung 1995 der Biber-Gruppe vorzunehmen. Anfangs Februar 1996 liessen die Grossbanken das Sanierungsprojekt «Omega» fallen.

Am 20. Februar 1996 wurde die Öffentlichkeit an einer Bilanzpressekonferenz über das Jahresergebnis 1995 der Biber-Gruppe orientiert. Die Biber Holding AG wies für 1995 einen Konzernverlust von 63 Mio. Franken bzw. einen Gesamtverlust von 322 Mio. Franken aus. Dieser resultierte unter anderem aus einer Sonderabschreibung von 466 Mio. Franken zur Korrektur der festgestellten Aktivenüberbewertung.

Nach dieser Pressekonferenz begann die SKA mit dem Verkauf der Biber-Aktien aus dem ehemaligen Sanierungsbestand. In der Folge konnte keine Sanierung der Biber Holding AG durchgeführt werden. Am 17. Juni 1996 beschloss der GDA, den Verkauf der Biber-Aktien einzustellen. Bis zu diesem Zeitpunkt hatte die SKA 540 000 Aktien verkauft, woraus ein Erlös von 4,265 Mio. Franken resultierte.

Am 21. Januar 1997 wurde der Konkurs über die Biber Holding AG eröffnet.

B.– Am 3. Juli 1997 lud die Eidgenössische Bankenkommision die Credit Suisse Group als Rechtsnachfolgerin der SKA zu einer Stel-

lungnahme ein zum Verdacht, die SKA habe durch den Verkauf der Biber-Aktien ihr Wissen über die schlechte Situation des Biber-Konzerns zum Nachteil der Marktteilnehmer und Anleger ausgenützt. Nach mehreren Untersuchungshandlungen traf die Bankenkommission am 25. März 1999 eine Verfügung, welche den Adressaten am 8. April 1999 zugestellt wurde. Darin erwog sie, gemäss Art. 3 Abs. 2 lit. c des Bundesgesetzes vom 8. November 1934 über die Banken und Sparkassen (Bankengesetz, BankG; SR 952.0) und Art. 10 Abs. 2 lit. d des Bundesgesetzes vom 24. März 1995 über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz, BEHG; SR 954.1) müssten die mit Verwaltung und Geschäftsführung einer Bank betrauten Personen einen guten Ruf geniessen und Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit bieten. Sie müssten namentlich Treu und Glauben im Geschäftsverkehr beachten und Interessenkonflikte so lösen, dass Kunden und Dritten daraus keine Nachteile erwachsen. Zahlreiche Personen innerhalb der SKA hätten infolge ihrer Mithilfe bei der Sanierung der Biber-Gruppe umfassende Kenntnisse über die Situation dieser Gruppe gehabt, auch über der Öffentlichkeit nicht bekannte Tatsachen. Das Gebot von Treu und Glauben verbiete es, diese Kenntnisse zu eigenem Nutzen zum Nachteil von Kunden oder Dritten zu verwenden. Der Verkauf von Aktien aus dem Eigenbestand stelle grundsätzlich eine Verletzung von Treu und Glauben dar, wenn deren Wert deutlich unter dem aktuellen Börsenkurs liege und dies aufgrund besonderer Umstände nur der betreffenden Bank bekannt sei. Ein solcher Vertrauensmissbrauch schädige nicht nur das Ansehen der betreffenden Bank, sondern auch die Integrität des Finanzplatzes Schweiz insgesamt.

Sodann gehe das sich aus dem Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit ergebende aufsichtsrechtliche Verbot, die Kenntnis vertraulicher Tatsachen auszunützen, über den Straftatbestand von Art. 161 StGB hinaus und habe eine eigenständige Bedeutung. Die Übertragung der Biber-Aktien aus dem Bestand des Ressorts Multinational Division Schweiz in denjenigen des Wertschriftenhandels sei erfolgt, weil die SKA diese

Aktien so rasch als möglich schadenmindernd habe verkaufen wollen, in Kenntnis des nicht öffentlich bekannten Umstandes, dass die Aktien der Gesellschaft überbewertet waren. Nur die an der Sanierung Beteiligten hätten beurteilen können, dass auf absehbare Zeit kein «Turnaround» vorauszusehen war. Auch die Information an der Bilanzpressekonferenz vom 20. Februar 1996 sei zu wenig weit gegangen, habe doch der Kurswert der Aktien darauf nicht stark reagiert. Das Publikum, das nach diesem Datum Biber-Aktien kaufte, habe dies nur getan, weil es auf weitere Sanierungsbemühungen der Banken gehofft habe. Demgegenüber hätten die Banken und mit ihnen die SKA gewusst, dass sie nicht mehr Hand zu einer Sanierung bieten würden. Sie hätten damit Informationen gehabt, die das Anlagepublikum nicht kennen konnte. Dieser Informationsvorsprung hätte dazu führen müssen, keine Verkäufe der Biber-Aktien zu tätigen. Der Verkauf sei unter Ausnutzung vertraulicher Kenntnisse zum Nachteil der übrigen Marktteilnehmer und Anleger erfolgt. Absehbare und mit Sicherheit erwartete Verluste seien auf Dritte überwältzt worden. Die Verkäufe seien im Bewusstsein eines bestehenden Interessenkonflikts erfolgt. Dass die Handelsabteilung aufgrund von sog. «Chinese Walls» in den Informationsfluss über die Biber-Gruppe nicht einbezogen worden sei, ändere daran nichts. Wichtige Informationen müssten jedenfalls auf Stufe der obersten Geschäftsleitung ganzheitlich erfasst werden, insbesondere wenn eine Bank in mehreren Funktionen auftrete. Der Verkauf von 540 000 Biber-Aktien habe daher das Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit verletzt.

Die Bankenkommission schloss weiter, anstelle der Entfernung der betroffenen Personen könne es genügen, gegenüber dem Gesamtunternehmen festzustellen, dass ein bestimmtes Verhalten dem Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit nicht entsprochen habe. Die Lehre aus dem Fall müsse sein, dass die SKA bzw. die Credit Suisse Group in ihrem internen Regelwerk eine generelle Veräusserungssperre vorsehe für Beteiligungen, die sie im Rahmen einer Sanierung erworben habe.

Die Freigabe bedürfe eines Beschlusses der Geschäftsleitung und einer Prüfung durch die zuständige Compliance-Abteilung. Ferner habe die SKA durch den rechtswidrigen Verkauf der Aktien einen Verlust in der Höhe von Franken 4 265 000.– verhindert. Das Eigentum der Credit Suisse Group an diesem Betrag sei daher ein unrechtmässiger Zustand oder ein Missstand im Sinne von Art. 23^{ter} Abs. 1 BankG und Art. 35 Abs. 3 BEHG, der zu beseitigen sei. Das würde idealerweise durch Rückerstattung der geleisteten Zahlungen an die Aktienkäufer erfolgen, was aber mit grossen praktischen Problemen verbunden wäre. Es sei daher dem unrechtmässig bereicherten Unternehmen Gelegenheit zu bieten, selber nach einer Lösung zu suchen, um die Bereicherung zu beseitigen. Sollte keine befriedigende Lösung zustande kommen, würde die Eidgenössische Bankenkommision eine Einziehung des Betrags anordnen. Demgemäss verfügte die Kommission wie folgt:

1. «Es wird festgestellt, dass die Verkäufe von 540 000 Aktien der Biber Holding AG durch die ehemalige Schweizerische Kreditanstalt in der Zeit vom 21. Februar bis 17. Juni 1996 dem Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit gemäss Art. 3 Abs. 2 Bst. c BankG und Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG nicht entsprachen.
2. Die Credit Suisse Group wird aufgefordert, in ihrem internen Regelwerk im Sinne von E. 6b Regelungen vorzusehen, wonach Beteiligungen, welche die Bank im Rahmen einer Sanierung erwirbt, einer generellen Veräusserungssperre unterliegen und eine Freigabe nur nach Beschlüssen der Geschäftsleitung und nach Prüfung der Compliance-Abteilung möglich ist. Die Regelung ist der Eidg. Bankenkommision bis zum 30. September 1999 vorzulegen.
3. Die Credit Suisse Group hat die Eidg. Bankenkommision über die Realisierung einer Lösung betreffend die Erstattung des aus den Verkäufen von 540 000 Aktien der Biber Holding AG erzielten Erlöses von CHF 4 265 000.– bzw. über ein allfälliges Scheitern umgehend zu orientieren.»

Zudem auferlegte die Bankenkommission der Credit Suisse Group die Verfahrenskosten von Fr. 35 494.50.

C.– Die Credit Suisse Group und die Credit Suisse First Boston erhoben am 10. Mai 1999 Verwaltungsgerichtsbeschwerde an das Bundesgericht mit folgenden Rechtsbegehren:

1. «Die Verfügung der Beschwerdegegnerin vom 25. März 1999 sei aufzuheben;
2. eventualiter sei die Verfügung der Beschwerdegegnerin vom 25. März 1999 aufzuheben und zu neuer Beurteilung an die Beschwerdegegnerin zurückzuweisen;
3. der Beschwerdegegnerin sei zu verbieten, den Erlös, der aus dem Handel mit 1 696 829 Aktien der Biber Holding AG durch die SKA in der Zeit zwischen dem 20. Februar 1996 und dem 17. Juni 1996 erzielt wurde, einzuziehen;
4. der Beschwerdegegnerin sei zu verbieten, die angefochtene Verfügung Dritten mitzuteilen oder zugänglich zu machen, zumindest solange das Bundesgericht nicht entschieden hat.
5. Alles unter Kosten- und Entschädigungsfolge zu Lasten der Beschwerdegegnerin.»

D.– Der Präsident der II. öffentlichrechtlichen Abteilung des Bundesgerichts verbot am 12. Mai 1999 superprovisorisch der Eidgenössischen Bankenkommission, die angefochtene Verfügung Dritten mitzuteilen oder zugänglich zu machen. Mit Stellungnahme vom 25. Mai 1999 erklärte sich die Eidgenössische Bankenkommission damit einverstanden. Der Abteilungspräsident verfügte daraufhin am 28. Mai 1999, dass der Eidgenössischen Bankenkommission bis zum Abschluss des bundesgerichtlichen Verfahrens verboten bleibt, die angefochtene Verfügung Dritten mitzuteilen oder zugänglich zu machen, vorbehaltlich einer Mitteilung an die Bezirksanwaltschaft III für den Kanton Zürich.

E.– Die Eidgenössische Bankenkommision beantragte mit Vernehmlassung vom 2. Juli 1999, die ersten beiden Rechtsbegehren abzuweisen, auf das dritte und vierte Begehren nicht einzutreten, wobei das vierte eventuell abzuweisen sei.

F.– Am 1. Oktober 1999 orientierte die Eidgenössische Bankenkommision das Bundesgericht, dass die Beschwerdeführerin 1 die in Ziff. 2 der Verfügung vom 25. März 1999 verlangte Weisung eingereicht und die Bankenkommision diese genehmigt habe. Die Auflage gemäss Ziff. 2 des Verfügungsdispositivs sei damit erfüllt.

Aus den Erwägungen:

1.– a) Die angefochtene Verfügung der Eidgenössischen Bankenkommision stützt sich auf Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG sowie Art. 10 Abs. 2 lit. d BEHG. Dagegen ist die Verwaltungsgerichtsbeschwerde an das Bundesgericht zulässig (Art. 97 und Art. 98 lit. f OG; Art. 24 BankG; Art. 39 BEHG). Die Beschwerde ist fristgerecht eingereicht worden.

b) Die angefochtene Verfügung ist adressiert an die «Credit Suisse Group bzw. ehemalige Schweizerische Kreditanstalt». Die Anordnungen im Dispositiv der Verfügung richten sich gegen die «Credit Suisse Group». Diese ist als Beschwerdeführerin 1 daher zur Verwaltungsgerichtsbeschwerde legitimiert (Art. 103 lit. a OG). Rechtsnachfolgerin der SKA ist die Beschwerdeführerin 2. Sie ist durch die Anordnung betreffend den unrechtmässigen Gewinn (Ziff. 3 des Dispositivs) in ihren Vermögensrechten berührt und daher ebenfalls zur Beschwerde legitimiert.

c) Die Beschwerdeführerinnen halten selber fest (Ziff. 134 der Verwaltungsgerichtsbeschwerde), die Auflage gemäss Ziff. 2 des Dispositivs der angefochtenen Verfügung erfüllt zu haben. Damit fragt sich, ob die Beschwerdeführerinnen insofern überhaupt noch ein aktuelles In-

teresse an der Beschwerde haben. Nach der Rechtsprechung kann auf eine Beschwerde nicht eingetreten werden, wenn das aktuelle Interesse bereits bei der Einreichung der Beschwerde fehlt; fällt es nachträglich weg, ist die Beschwerde – in Anwendung von Art. 72 BZP in Verbindung mit Art. 40 OG – als erledigt abzuschreiben (vgl. BGE 118 Ia 488 E. 1a S. 490). Entscheidend sind somit die zeitlichen Verhältnisse.

Die Beschwerdeführerin 1 reichte der Beschwerdegegnerin am 22. April 1999 den Entwurf für ein Reglement ein, wie es von ihr in Ziff. 2 des angefochtenen Entscheids verlangt wurde. Die Verwaltungsgerichtsbeschwerde an das Bundesgericht trägt das Datum vom 10. Mai 1999. Das aktuelle Interesse kann erst von jenem Zeitpunkt an als weggefallen gelten, in dem die Beschwerdegegnerin den Entwurf auch (als genügend) akzeptiert hat; bis dahin erweist sich nämlich die fragliche Meinungsverschiedenheit nicht als geklärt bzw. der entsprechende Streitgegenstand nicht als erledigt. Die Beschwerdegegnerin hat die Weisungen mit Schreiben vom 11. August 1999 an die Beschwerdeführerin 1 genehmigt und ist nunmehr ebenfalls der Ansicht, die entsprechende Auflage sei erfüllt. Nachdem die Genehmigung jedoch erst einige Zeit nach Einreichung der Verwaltungsgerichtsbeschwerde erteilt wurde, bestand ursprünglich ein entsprechendes aktuelles Interesse, und ist es in diesem Punkt nachträglich weggefallen. Damit ist die Verwaltungsgerichtsbeschwerde als erledigt abzuschreiben, soweit sie sich gegen Ziff. 2 der angefochtenen Verfügung richtet.

d) Die Beschwerdegegnerin beantragt, auf das Rechtsbegehren nicht einzutreten, es sei ihr zu verbieten, den Erlös aus dem Verkauf der Aktien einzuziehen. Sie begründet dies damit, sie habe eine Einziehung gar nicht angeordnet. Es bestehe auch kein Anlass, ihr prophylaktisch eine Einziehung zu verbieten.

Die Beschwerdegegnerin erwog in der angefochtenen Verfügung, die SKA habe durch den Verkauf der Aktien auf unrechtmässige Weise ei-

nen Verlust in der Höhe von Fr. 4 265 000.– verhindert. Das Eigentum der Credit Suisse Group an diesem Betrag sei daher als unrechtmässiger Zustand zu beurteilen; das Gesetz sehe eine Einziehung durch die Bankenkommission zwar nicht ausdrücklich vor, doch stellten die Art. 23^{ter} Abs. 1 BankG und Art. 35 Abs. 3 BEHG eine genügende gesetzliche Grundlage für die Einziehung unrechtmässiger Gewinne dar. Hauptziel sei indessen die Beseitigung der Bereicherung der Bank; dieser Zustand könne auch auf andere Weise erreicht werden. Es sei daher dem unrechtmässig bereicherten Unternehmen Gelegenheit zu bieten, selber nach einer Lösung zu suchen, die Bereicherung zu beseitigen. Daher könne zurzeit auf eine Einziehung verzichtet werden; statt dessen sei die Credit Suisse Group aufzufordern, eine befriedigende Lösung zu suchen. Eine Einziehung würde angeordnet werden, wenn keine befriedigende Lösung zustande kommen sollte.

Zurzeit liegt mithin keine Einziehungsverfügung vor. Zwar ist nach der Rechtsprechung des Bundesgerichts auch die Androhung einer Massnahme eine anfechtbare Verfügung (BGE 108 Ib 513 E. 5 S. 520; 103 Ib 350 E. 2 S. 352 f.). Das gilt jedoch nur, wenn die Androhung förmlich im Verfügungsdispositiv enthalten ist. Daran fehlt es vorliegend; die Beschwerdegegnerin hat bloss in den Erwägungen eine Einziehung in Aussicht gestellt, nicht aber im Dispositiv. Das Rechtsbegehren der Beschwerdeführerinnen, der Bankenkommission eine Einziehung zu verbieten, hat keinen Anfechtungsgegenstand. Mit der Verwaltungsgerichtsbeschwerde kann – unter Vorbehalt der Beschwerde wegen Rechtsverweigerung oder Rechtsverzögerung – nicht eine Verfügung angefochten werden, die noch gar nicht ergangen ist. Auf das Rechtsbegehren Nr. 3 ist daher nicht einzutreten. Jedoch wird selbstverständlich mit der Beurteilung der Rechtsbegehren Nr. 1, eventuell Nr. 2, auch die Ziff. 3 des Dispositivs der angefochtenen Verfügung überprüft. Sollte sich ergeben, dass der von der SKA erzielte Verkaufserlös entgegen der Ansicht der Bankenkommission nicht un-

rechtmässig ist, bestünde selbstverständlich auch kein Anlass, eine Einziehung anzuordnen.

e) Die Beschwerdeführerinnen beantragen, der Beschwerdegegnerin sei zu verbieten, die angefochtene Verfügung Dritten mitzuteilen oder zugänglich zu machen, zumindest solange das Bundesgericht nicht entschieden habe. Die Beschwerdegegnerin führt dazu aus, darauf sei nicht einzutreten. Sie habe gar keine Mitteilung oder Veröffentlichung angeordnet, so dass auch bezüglich dieses Rechtsbegehrens kein Anfechtungsobjekt vorliege.

Für die Dauer des Verfahrens vor Bundesgericht wurde der Beschwerdegegnerin eine Information Dritter durch Verfügung des Abteilungspräsidenten untersagt. Insofern ist dem Rechtsbegehren durch vorsorgliche Massnahme entsprochen worden.

Nach Art. 23^{ter} Abs. 3 BankG kann die Bankenkommission bei Widergesetzlichkeit gegen eine vollstreckbare Verfügung diese im Schweizerischen Handelsamtsblatt veröffentlichen oder in anderer Form bekannt machen, wobei eine solche Massnahme zunächst anzudrohen ist. Die Veröffentlichung bildet in diesem Sinne eine der vom Gesetz vorgesehenen möglichen Sanktionen. Die Beschwerdegegnerin hat weder eine solche Veröffentlichung noch die entsprechende Androhung verfügt, weshalb in der Tat kein Anfechtungsobjekt vorliegt.

Zwar könnte aus Art. 23^{ter} Abs. 3 BankG e contrario geschlossen werden, dass ausser unter den dort genannten Voraussetzungen die nicht anonymisierte Publikation einer Verfügung der Bankenkommission nicht zulässig wäre. Im vorliegenden Fall stellt sich diese Frage aber nicht, hat die Bankenkommission doch eine Veröffentlichung gar nicht angeordnet. Das Bundesgericht ist nicht Aufsichtsorgan der Bankenkommission und kann nur über zulässige Rechtsmittel gegen konkrete Entscheide der Beschwerdegegnerin im Einzelfall urteilen.

Auf das fragliche Begehren der Beschwerdeführerinnen (Antrag Nr. 4) kann demnach nicht eingetreten werden.

f) Einzutreten ist auf das Rechtsbegehren Nr. 1 bzw. auf das Eventualbegehren Nr. 2. Auch die blosser Feststellung, ein bestimmtes Verhalten habe dem Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit nicht entsprochen (Ziff. 1 des Verfügungsdispositivs), kann als behördliche Missfallenskundgebung angefochten werden (BGE 103 Ib 350 E. 2 S. 353).

g) Das Bundesgericht prüft im Rahmen der Verwaltungsgerichtsbeschwerde die Verletzung von Bundesrecht einschliesslich Überschreitung oder Missbrauch des Ermessens, und die unrichtige oder unvollständige Feststellung des rechtserheblichen Sachverhalts, nicht aber die Angemessenheit (Art. 104 OG). Da die Eidgenössische Bankenkommision nicht als richterliche Behörde im Sinne von Art. 105 Abs. 2 OG gilt, ist das Bundesgericht an die Feststellung des Sachverhalts nicht gebunden (vgl. zur altrechtlichen Fassung von Art. 105 Abs. 2 OG – BGE 116 Ib 73 E. 1b S. 78; 115 Ib 55 E. 2a S. 57; 108 Ib 270 E. 2a S. 274 f.).

2.– Die Beschwerdegegnerin hat die angefochtene Verfügung ausser auf das Bankengesetz auch auf das Börsengesetz gestützt. Dieses steht jedoch erst seit dem 1. Februar 1997 bzw. 1. Januar 1998 in Kraft. Da der von der Beschwerdegegnerin als unrechtmässig beurteilte Aktienverkauf bereits am 17. Juni 1996 eingestellt worden ist, stellt sich die Frage, ob das Börsengesetz überhaupt anwendbar ist.

a) In Ziff. 1 der angefochtenen Verfügung wird festgestellt, dass die Verkäufe der Aktien «in der Zeit vom 21. Februar bis 17. Juni 1996» dem Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit nicht entsprochen. Damit wird eine Tätigkeit beanstandet, die vor dem Inkrafttreten des Börsengesetzes bereits abgeschlossen war und deshalb nicht gegen dieses

Gesetz verstossen konnte. Wohl müssen die Beschwerdeführerinnen seit dem 1. Februar 1997 nebst dem Bankengesetz auch das Börsengesetz einhalten, und hat die Bankenkommission dessen Einhaltung zu überprüfen (Art. 34–36 BEHG). Ebenso trifft zu, dass die Beurteilung, ob Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit im Sinne von Art. 10 Abs. 1 lit. d BEHG geboten ist, eine prospektive Beurteilung ist, die sich auch auf vergangene Vorkommnisse abstützen kann. Ziff. 1 der angefochtenen Verfügung äussert sich jedoch nicht dazu, ob die Beschwerdeführerinnen heute bzw. in Zukunft eine einwandfreie Geschäftstätigkeit gewährleisten, sondern einzig über einen vor dem 1. Januar 1997 abgeschlossenen Sachverhalt. Insoweit kann das Börsengesetz noch keine Anwendung finden.

b) Dasselbe gilt, soweit sich die Verpflichtung zur Orientierung über die Verwendung des Erlöses aus dem Verkauf der Aktien gemäss Ziff. 3 des Verfügungsdispositivs (auch) auf das Börsengesetz abstützen soll. Diese Anordnung, soweit sie überhaupt zulässig ist (vgl. dazu hinten E. 9), kann höchstens damit begründet werden, dass die im Jahre 1996 erfolgten Aktienverkäufe rechtswidrig gewesen seien. Die Rechtswidrigkeit eines Aktienverkaufs kann sich nur aus einem Gesetz ergeben, welches zur Zeit des Verkaufs in Kraft steht. Ist der Verkauf nach geltendem Gesetz nicht verboten, wird der daraus erzielte Erlös nicht unrechtmässig, auch wenn ein später in Kraft getretenes Gesetz derartige Verkäufe verbietet, weil ein solches Verbot nicht rückwirkend gelten kann. Das Börsengesetz kann daher nicht als Grundlage für die in Ziff. 3 des Dispositivs der angefochtenen Verfügung festgelegte Orientierungspflicht gelten.

c) Anwendbar könnte das Börsengesetz sein für die Anordnung, eine Regelung über eine Veräusserungssperre zu erlassen (Ziff. 2 der Verfügung), da sich diese Verpflichtung auf die zukünftige Tätigkeit bezieht. Diese Ziffer steht aber im vorliegenden Verfahren nicht mehr zur Diskussion (vorne E. 1c).

d) Für die vorliegend zu beurteilenden Gesichtspunkte ist somit einzig das Bankengesetz massgebend.

3.– Die Beschwerdeführerinnen rügen eine Verweigerung des rechtlichen Gehörs. Die Beschwerdegegnerin habe ihnen am 16. März 1999 einen Entwurf für ein Pressecommuniqué zukommen lassen. In diesem Communiqué habe sie zum ersten Mal den Vorwurf erhoben, die SKA hätte aufgrund der Sanierungshoffnungen bzw. des festgestellten ungenügenden Verkaufserlöses den Aktienverkauf stoppen müssen. Zugleich habe die Beschwerdegegnerin mitgeteilt, dass der im Entwurf der Pressemitteilung knapp zusammengefasste Sachverhalt nicht zur Diskussion stehe. Ausserdem habe das Sekretariat der Bankenkommision bereits eine Woche vor der Sitzung, an welcher die Verfügung getroffen wurde, ein Pressecommuniqué und allem Anschein nach auch die Verfügung ausgefertigt. Dadurch seien die Mitglieder der Bankenkommision nicht mehr unbefangen gewesen, weshalb ihre Mitwirkung am angefochtenen Entscheid Art. 10 Abs. 1 lit. d VwVG, Art. 4 Abs. 1 BV und Art. 58 Abs. 1 BV verletze.

a) Der Anspruch, sich zu äussern, bezieht sich nur auf Gesichtspunkte, welche die Behörde ihrer Verfügung zugrunde legt. Der Entwurf zum Pressecommuniqué bildet nicht Bestandteil der angefochtenen Verfügung. Die darin angeblich erstmals vorgebrachten Argumente sind nicht von Belang, soweit sie nicht der Verfügung zugrunde gelegt wurden. Die Beschwerdeführerinnen bringen nicht vor, in der Verfügung selber stütze sich die Beschwerdegegnerin auf Sachverhaltsfeststellungen oder Argumente, die im vorangehenden Verfahren nicht vorgebracht worden seien. Im Übrigen erhielt die Beschwerdeführerin 1 im Verfahren mehrmals Gelegenheit, sich zu den Vorhalten und zum Sachverhalt zu äussern. Die Beschwerdegegnerin begründet in der Verfügung ihren Vorwurf der Verletzung von Treu und Glauben hauptsächlich damit, dass jene Personen, die nach dem 20. Februar 1996 Biber-Aktien kauften, dies in der Hoffnung auf eine weitere Ban-

kensanierung getan hätten; demgegenüber habe die SKA im Unterschied zum Publikum gewusst, dass dies nicht der Fall sein würde; spätestens im Frühling 1996 habe eine «Verkaufsabsicht mit der Erlöserwartung Null für das Eigenkapital» bestanden.

Zwar trifft zu, dass dieser Vorhalt im vorangehenden Verfahren nicht ausdrücklich so formuliert worden war. Indessen hatte die Bankenkommision bereits im Schreiben vom 3. Juli 1997 den Vorwurf erhoben, weder im Aktionärsbrief vom 20. Februar 1996 noch an der Generalversammlung vom 25. April 1996 sei über die desolante Lage und die «unausweichliche Liquidation» informiert worden. Im Schreiben vom 2. Dezember 1998, mit welchem der Beschwerdeführerin 1 ein Entwurf des Verfügungsinhalts zur Stellungnahme zugestellt wurde, hielt die Beschwerdegegnerin fest, es sei üblich, dass eine Bank, die in eine Sanierung involviert sei, besser und detaillierter informiert sei als die Öffentlichkeit; die Bankenkommision sei der Auffassung, dieser Informationsvorsprung sei auch durch die Bilanzpressekonferenz vom 20. Februar 1996 nicht beseitigt worden. Aus diesem Informationsstand hätten sich ernsthafte Hinweise ergeben, dass der Wert der Aktien deutlich unter dem aktuellen Kurswert liege, ja gar Null betragen könnte. Damit wird sinngemäss der gleiche Vorwurf erhoben, der später der Verfügung zugrunde gelegt wurde. Die Beschwerdeführerin 1 konnte sich dazu äussern. Wenn dieser Sachverhalt immer noch umstritten ist, betrifft das nicht die Frage des rechtlichen Gehörs, sondern der richtigen Sachverhaltsfeststellung, die im Rahmen der vorliegenden Verwaltungsgerichtsbeschwerde uneingeschränkt überprüft werden kann. Der Anspruch auf rechtliches Gehör ist somit nicht verletzt.

b) Der aus Art. 4 aBV abgeleitete und in Art. 10 VwVG enthaltene Anspruch auf eine unbefangene Entscheidbehörde schliesst nicht aus, dass die Behörde aufgrund eines Verfügungsentwurfs entscheidet, der von einem der Behörde unterstellten Sekretariat vorbereitet wurde. Das ist im Gegenteil sogar das übliche Vorgehen bei den meisten Ver-

fügungen, die von Behördenkommissionen, aber auch von (kantonalen oder eidgenössischen) Departementen oder Regierungen gefällt werden. Eine aus mehreren Mitgliedern bestehende Kommission oder Behörde wäre anders gar nicht in der Lage, sich eine fundierte Meinung zu bilden. Im Übrigen entscheiden auch Kollegialgerichte – jedenfalls in Rechtsmittelverfahren, soweit keine Parteiverhandlungen durchgeführt werden – in der Regel auf der Grundlage eines Urteilsentwurfs, der von einem Mitglied oder Mitarbeiter des Gerichts erstellt wird. Die Freiheit der Gesamtbehörde, anders zu entscheiden, wird dadurch nicht in Frage gestellt. Art. 4 aBV und Art. 10 VwVG sind nicht verletzt. Art. 58 aBV findet auf das Verfahren vor Verwaltungsbehörden keine Anwendung (BGE 120 Ia 184 E. 2a S. 186 f.; 119 Ia 13 E. 3a S. 16 f., mit Hinweis).

4.– Die Beschwerdegegnerin wirft der (damaligen) SKA zunächst vor, sie habe am 5. Dezember 1995 in Kenntnis des nicht öffentlich bekannten Umstandes einer Überbewertung der Aktiven die Aktien aus dem Sanierungsbestand an die Handelsabteilung übertragen mit der Auflage, sie schadenmindernd zu verkaufen. Die Beschwerdeführerinnen rügen diesbezüglich eine unrichtige Sachverhaltsfeststellung: Die SKA habe den Verkauf der Biber-Aktien nicht in Kenntnis einer desolaten Lage der Biber-Gruppe beschlossen, sondern in einem Zeitpunkt, in welchem die Durchführung des Sanierungsplanes «Omega» festgestanden habe. Sie habe zu diesem Zeitpunkt keinen Informationsvorsprung in Bezug auf die Notwendigkeit einer Sanierung gehabt. Die Handelsabteilung habe nicht einen Auftrag oder Direktiven zum Verkaufen von Biber-Aktien erhalten.

a) Entgegen der Darlegung der Beschwerdeführerinnen stand am 5. Dezember 1995 die Durchführung von «Omega» nicht fest. Die von ihnen als Beweis vorgelegten Unterlagen belegen nur eine Bereitschaft der Banken für eine Mitwirkung, doch lagen keine verbindlichen Beschlüsse oder Vereinbarungen vor. Zwischen dem Verwaltungsrat der

Biber und den Banken bestanden über die Höhe des Fremdkapitalabbaus noch Meinungsunterschiede, welche die grundsätzliche Durchführung der Sanierung nicht als gesichert erscheinen liessen. In den Unterlagen der Sitzung vom 5. Dezember 1995 war denn auch von einer «vorgeschlagenen» Bilanzkorrektur die Rede.

b) Aus dem Protokoll der Verwaltungsratssitzung der Biber vom 4. Dezember 1995 geht ferner hervor, dass an diesem Tag der Verwaltungsrat unter Einschluss des Vertreters der SKA über den Unternehmenserfolg der Biber-Gruppe von 1995 (Hochrechnung) orientiert wurde, der deutlich schlechter war als budgetiert. Ebenso war sich der Verwaltungsrat aktenkundig bewusst, dass die Aktiven überbewertet waren und das Unternehmen, wie sich der Verwaltungsratspräsident ausdrückte, «nichts wert ist». Dass einige Verwaltungsratsmitglieder der Biber an dieser Sitzung die Überlebensfähigkeit der Biberfabriken Biberist und Utzenstorf auf 97% bezifferten, stand unter dem Vorbehalt der Durchführung der Bilanzkorrektur, die aber noch nicht feststand. Aktenkundig und von den Beschwerdeführerinnen selber bestätigt wird sodann, dass der Ausschuss der Generaldirektion der SKA an seiner Sitzung vom 5. Dezember 1995 durch den SKA-Vertreter im Verwaltungsrat der Biber über die Situation dieser Gruppe und die Projektionen informiert wurde. Aus den Beilagen zum Protokoll dieser Sitzung geht auch der Sanierungsbedarf hervor, ebenso, dass bei einem Verkauf mit einem totalen Verlust für die Aktionäre gerechnet werden musste. Zudem war der Verwaltungsrat der Biber bereits im Sommer 1995 zum Ergebnis gekommen, dass der Eigenkapitalwert bei Null liegen könnte (vgl. namentlich das Memorandum vom 26. Juli 1995 zuhanden der Verwaltungsratssitzung vom 7. August 1995).

Auch die Beschwerdeführerin 2 kam in einem Memorandum vom 25. Oktober 1995 zur Beurteilung, dass der Wert des Unternehmens signifikant tiefer sei, als es dem Marktwert der Aktien entsprechen würde, und dass kein Grund bestehe, von einer zukünftigen Wertzu-

nahme auszugehen. Wohl beruhte diese Folgerung nicht auf einer Marktevaluation, doch kann vorausgesetzt werden, dass eine Bank in der Lage ist, eine einigermaßen verlässliche Unternehmensbewertung vorzunehmen. Es steht somit fest, dass die Aussichten der Biber im Dezember 1995 nicht erfreulich waren und dies den leitenden Gremien der SKA bekannt war.

c) Die Beschwerdeführerinnen bringen vor, diese Bewertung gründe nicht auf einem Informationsvorsprung, sondern auf Tatsachen, welche infolge der transparenten Berichterstattung der Biber-Gruppe auch der Öffentlichkeit bekannt gewesen seien. Soweit sie das mit Informationen belegen, welche im Frühjahr 1996 publiziert wurden, ist dieses Argument freilich unerheblich, da es im vorliegenden Zusammenhang um den Informationsstand im Dezember 1995 geht. Entscheidend ist, dass zwar die Öffentlichkeit mit Quartalsberichten im Sommer und Herbst 1995 über die Betriebsverluste informiert wurde. Der Semesterbericht vom August 1995 wies aber per 30. Juni 1995 ein Eigenkapital von rund 655 Mio. Franken aus, resultierend aus einem mit rund 1018 Mio. Franken bewerteten Anlagevermögen. Dass damit die Aktiven überbewertet waren und diesbezüglich ein Informationsvorsprung gegenüber der Öffentlichkeit bestand, war dem Verwaltungsrat bewusst (vgl. etwa das Protokoll der Verwaltungsratssitzung vom 7. September 1995). Wie die Beschwerdeführerinnen selber vorbringen (Ziff. 74 der Verwaltungsgerichtsbeschwerde), informierte F. den Ausschuss der Generaldirektion am 5. Dezember 1995, dass die Aktiven der Biber überbewertet waren, was am Markt möglicherweise nicht erkannt worden sei. Schliesslich belegt gerade die Tatsache, dass der Aktienverkauf bis zum 20. Februar 1996 sistiert wurde, dass sich die SKA eines Informationsvorsprungs gegenüber der Öffentlichkeit bewusst war. Das wird übrigens durch die Beschwerdeführerinnen selber bestätigt, indem sie in ihrer Verwaltungsgerichtsbeschwerde (in Ziff. 64) betonen, der Ausschuss der Generaldirektion habe der Handelsabteilung die Auflage gemacht, bis zur Bekanntgabe des Jahresab-

schlusses 1995 keine Bestandesänderungen an den Biber-Aktien vorzunehmen, um jegliches Ausnützen dieser Informationen auszuschliessen.

d) Die Beschwerdeführerinnen bestreiten, dass der Handelsabteilung ein Verkaufsauftrag für die Biber-Aktien erteilt worden sei. Im Protokoll des Ausschusses der Generaldirektion vom 5. Dezember 1995 steht indessen wörtlich: «Der Ausschuss der Generaldirektion will Aktien Biber so rasch als möglich schadenmindernd verkaufen; zu diesem Zweck wird Bestand von S 1 zu S übertragen; ...». Es ist nicht ersichtlich und wird von den Beschwerdeführerinnen auch nicht dargelegt, wie dieser Passus vernünftigerweise anders verstanden werden könnte denn als Beschluss, die Aktien verkaufen zu wollen, um den befürchteten Verlust zu begrenzen. Unbestritten ist, dass die Aktien an die Handelsabteilung übertragen wurden und deren Leiter die Anweisung erhielt, Bestandesänderungen erst nach der Publikation der Konzernrechnung 1995 vorzunehmen. In der Vereinbarung zwischen den Abteilungen Wertschriftenhandel und Multinational Division Schweiz vom 26. Januar 1996 wurde festgelegt, dass die Verkaufsstrategie für die Biber-Aktien von mehreren Personen, darunter von F. als SKA-Vertreter im Verwaltungsrat der Biber Holding AG, gemeinsam festgelegt und periodisch überprüft werde. An der Sitzung der Arbeitsgruppe Biber, in welcher die SKA mit einem Mitarbeiter von F. vertreten war, beschlossen die Hausbanken, ihre Aktienbestände vorerst auf dem aktuellen Stand einzufrieren, doch wurde der SKA-Vertreter beauftragt, einen koordinierten Verkauf vorzubereiten, um die Beteiligung der Hausbanken auf 40% zu senken. Daraus geht hervor, dass die mit der Sanierung befassten Personen innerhalb der SKA durchaus Einfluss auf die Verkaufsstrategie nahmen. Dass der Leiter der Wertschriftenabteilung gegenüber der Bezirksanwaltschaft Zürich als Auskunftsperson (und nicht als Zeuge) angab, keine Anweisungen für den Verkauf erhalten zu haben, wirkt unter diesen Umständen kaum glaubwürdig. Im Übrigen wäre sogar dann, wenn die Handelsabteilung tatsächlich

unabhängig gewesen wäre, doch jedenfalls der Beschluss des Ausschusses der Generaldirektion, die Aktien an den Handel zu übertragen, in der Absicht und Erwartung erfolgt, dass dieser die Papiere verkaufen würde.

e) So oder so ist freilich nicht ausschlaggebend, ob am 5. Dezember 1995 ein Verkaufsauftrag erteilt worden ist. Unzulässig kann nicht die Absicht sein, Aktien verkaufen zu wollen, um Verluste zu verhindern, sondern nur der tatsächliche Verkauf. Bis zum 20. Februar 1996 wurden – gerade im Bewusstsein eines problematischen Informationsvorsprungs – keine Aktien aus dem Sanierungsbestand verkauft. Bis dahin konnte somit auch kein unzulässiges Verhalten vorliegen. Massgebend für die Beurteilung ist deshalb nicht, ob am 5. Dezember 1995 ein Informationsgefälle bestand. Ebenso ist unerheblich, ob im Sommer 1996 der Verlust absehbar war, da zu diesem Zeitpunkt die SKA den Verkauf gestoppt hatte. Wesentlich ist einzig, ob während der Periode vom 21. Februar bis zum 17. Juni 1996, in welcher der Verkauf stattfand, ein Informationsvorsprung vorlag, der zu einem Verkaufsstopp hätte führen müssen.

5.– Die Beschwerdegegnerin geht davon aus, auch nach der Pressekonferenz vom 20. Februar 1996 habe noch ein Informationsgefälle zwischen der SKA und dem Publikum bestanden. Dieses hätte zu einem Verzicht auf den Aktienverkauf führen müssen. Der Verkauf der Aktien sei damit unter Ausnützung vertraulicher Tatsachen erfolgt. Das widerspreche Treu und Glauben und entspreche nicht einer einwandfreien Geschäftstätigkeit. Ein solcher Vertrauensmissbrauch schädige das Ansehen der Bank und des Finanzplatzes Schweiz insgesamt.

a) Voraussetzung für die Ausübung der Bankentätigkeit ist die dauernde Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit (Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG). Die Bankenaufsicht, welche die Einhaltung dieser

Vorschrift überwacht (Art. 23^{bis} Abs. 1 BankG), dient in erster Linie dem Gläubigerschutz (BGE 116 Ib 193 E. 2b S. 196, mit Hinweisen), darüber hinaus aber auch der Sicherstellung der Vertrauenswürdigkeit der Banken und des Finanzplatzes Schweiz schlechthin (BGE 111 Ib 126 E. 2a S. 127, mit Hinweisen; Marcel Livio Aellen, Die Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit gemäss Art. 3 Abs. 2 lit. c des Bankengesetzes, Diss. Bern 1990, S. 85 ff.; Kurt Hauri, Erfahrungen der Bankenaufsicht, Berner Bankrechtstag 1995, Bern 1995, S. 17 ff., 19; Urs Zulauf, Gläubigerschutz und Vertrauensschutz – zur Sorgfaltpflicht der Bank im öffentlichen Recht der Schweiz, ZSR 1994 II 363 ff., 378 ff.). Die Kritiker dieser Auffassung (so Bodmer/Kleiner/Lutz, Kommentar zum Bankengesetz, Lieferung 1999, N 95 zu Art. 3; René A. Rhinow/Manfred Bayerdörfer, Rechtsfragen der schweizerischen Bankenaufsicht, Basel 1990, S. 47; Rhinow/Schmid/Biaggini, Öffentliches Wirtschaftsrecht, Basel 1998, S. 678) übersehen, dass der Verlust der Vertrauenswürdigkeit über kurz oder lang die wirtschaftliche Substanz der Banken und damit auch die Rechte der Gläubiger tangieren würde.

b) Aufsichtsrechtlich wesentlich sind deshalb auch schwerwiegende Verletzungen zivilrechtlicher Verpflichtungen (Bodmer/Kleiner/Lutz, a.a.O., N 115 zu Art. 3; Zulauf, a.a.O., S. 391 f.), insbesondere Verstösse gegen die Treuepflicht gegenüber Kunden (Bodmer/Kleiner/Lutz, a.a.O., N 116 zu Art. 3) sowie sittenwidrige Geschäfte, zumindest soweit sie auch rechtlich untersagt sind (Art. 20 OR; vgl. BGE 111 Ib 126 E. 2a S. 127; Zulauf, a.a.O., S. 392). Mit Recht stellt die Bankenkommission daher an das Verhalten der Bankorgane höhere Anforderungen, als sie für das Erfüllen des Straftatbestandes von Art. 161 StGB vorausgesetzt werden. Ein Verhalten kann auch treuwidrig und aufsichtsrechtlich unzulässig sein, wenn noch keine strafbare Handlung vorliegt. Die Vertrauenswürdigkeit einer Bank kann nicht losgelöst davon beurteilt werden, wie bestimmte Verhaltensweisen in der Öffentlichkeit beurteilt werden, da Vertrauen immer

eine Wechselwirkung zwischen denjenigen, die vertrauen, und denjenigen, welchen vertraut wird, voraussetzt. Wie die Erfahrungen der letzten Jahre gezeigt haben, kann eine Bank unter Umständen auch unabhängig davon, ob sie rechtswidrig gehandelt hat, in der Öffentlichkeit als nicht vertrauenswürdig beurteilt werden. Das bedeutet freilich nicht, dass das Verhalten einer Bank immer schon dann aufsichtsrechtlich unzulässig wäre, wenn im Nachhinein gewisse Medien oder Kreise der Bank Vorwürfe machen, könnte doch sonst potenziell jegliche Banktätigkeit als unzulässig betrachtet werden. Soweit in der angefochtenen Verfügung darauf Bezug genommen wird, dass der Ausschuss der Generaldirektion am 2. April 1996 zur Kenntnis genommen habe, die Biber könnte Schlagzeilen machen, und dass es dem Ansehen einer Bank abträglich sei, wenn sie eine schlechte Beteiligung über die Börse loszuwerden versuche, kann dies für sich allein noch keinen Verstoss gegen die einwandfreie Geschäftstätigkeit begründen. Ein solcher liegt hingegen vor, wenn das Handeln der Bank gegen Treu und Glauben verstösst (Art. 2 Abs. 1 ZGB).

c) Die Beschwerdegegnerin geht davon aus, es verstosse gegen das Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit (Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG), zum Nachteil von Kunden und Dritten Informationsvorsprünge auszunützen, insbesondere Aktien zu verkaufen, deren Wert deutlich unter dem aktuellen Börsenkurs liege, was aufgrund besonderer Umstände nur der betreffenden Bank bekannt sei. Das ist zutreffend: Der Grundsatz von Treu und Glauben verpflichtet Geschäftspartner zur gegenseitigen richtigen Aufklärung mit Bezug auf erhebliche Tatsachen, welche die andere Partei nicht kennt, die aber ihren Entscheid beeinflussen könnten (BGE 125 III 86 E. 3c S. 89, mit Hinweisen). Daraus folgt, dass derjenige, der über den Informationsvorsprung verfügt und diesen nicht preisgeben will, verpflichtet ist, das betreffende, für den Partner nachteilige Geschäft zu unterlassen. Das wird grundsätzlich auch von den Beschwerdeführerinnen nicht bestritten. Im Gegenteil hat sich die SKA zunächst selber an diesen Grundsatz gehalten: So

beschloss sie am 5. Dezember 1995 aufgrund des von ihr erkannten Informationsvorsprungs über die Überbewertung der Aktiven, die Aktien erst nach der Bilanzpressekonferenz zum Verkauf freizugeben; so dann stellte sie den Verkauf am 17. Juni 1996 ein, weil sie über Insiderinformationen zu den Verkaufsbemühungen verfügte. Fraglich ist indessen die Verkaufstätigkeit in der Zeit vom 21. Februar bis zum 17. Juni 1996.

d) Die Beschwerdeführerinnen machen geltend, die Handelsabteilung sei aufgrund von bankinternen Informationssperren (sog. «Chinesische Wände») nicht über die Vorgänge bei der Biber-Gruppe orientiert gewesen. Ein allfälliger Informationsvorsprung des Verwaltungsrates der Biber oder der mit dieser befassten Vertreter der SKA könne daher nicht der Handelsabteilung zugerechnet werden.

aa) Die Beschwerdegegnerin wirft der SKA nicht vor, die Handelsabteilung habe über vertrauliche Informationen verfügt. Sie geht aber davon aus, auf der Stufe der obersten Geschäftsleitung seien «Chinesische Wände» nicht mehr vertretbar. Im Auftritt einer Bank gegen aussen müsse das Wissen einzelner Abteilungen in gewissen Fällen dem ganzen Unternehmen zugerechnet werden. Aus aufsichtsrechtlicher Sicht sei es daher erforderlich, dass an der Spitze der Geschäftsleitung grundsätzlich alle Informationen zusammenlaufen, die für die Führung der Bank und ihren Auftritt als Unternehmen, mithin für ihren Ruf, von Bedeutung seien. Es stellt sich damit die Rechtsfrage, ob sich eine Bank auf Informationssperren zwischen verschiedenen Abteilungen berufen kann bzw. ob unter den vorliegenden Umständen das kursrelevante Wissen der mit dem Biber-Dossier befassten Personen innerhalb der SKA dazu hätte führen müssen, den Verkauf zu stoppen.

bb) Bei Universalbanken bestehen zwangsläufig Interessenkonflikte zwischen verschiedenen Abteilungen (Brigitte Hofstetter, Inter-

essenkonflikte im Universalbankensystem, Diss. Bern 1999, S. 27). Würde jegliches kursrelevante Wissen, das irgendwo in einer Bank vorhanden ist, dazu führen, dass ein Aktienverkauf gestoppt werden muss, könnte eine Universalbank kaum mehr Wertpapierhandel betreiben. Es ist daher heute weitgehend international anerkannt und wird auch von der Bankenkommission nicht bestritten, dass Informationssperren zwischen verschiedenen Abteilungen ein zulässiges Mittel sind, um zu vermeiden, dass das Wissen der einen Abteilung (z. B. der Kreditabteilung) einer anderen Abteilung (z.B. der Handelsabteilung) zugerechnet wird (Hofstetter, a.a.O., S. 5 ff.; Stefan Tippach, Das Insider-Handelsverbot und die besonderen Rechtspflichten der Banken, Köln 1995, S. 231 ff.; Jean-Baptiste Zufferey, Vaut-il mieux être banque ou négociant?, in: Festgabe für Jean-Paul Chapis, Zürich 1998, S. 193 ff., 211 f.).

cc) Im vorliegenden Fall geht es indessen nicht um den üblichen Sachverhalt, dass eine Handelsabteilung im normalen Tagesgeschäft Papiere kauft und verkauft, über deren Wert eine andere Bankabteilung allenfalls Insiderkenntnisse hat. Vielmehr geht es um eine Beteiligung, die ursprünglich nicht in der Handelsabteilung lag, sondern auf Beschluss des Ausschusses der Generaldirektion erst dorthin verschoben wurde mit der Auflage nur unter bestimmten Suspensivbedingungen zu verkaufen. Dabei war sich der Ausschuss der Generaldirektion bewusst, dass im Zeitpunkt der Beschlussfassung (5. Dezember 1995) ein Verkauf wegen des Informationsvorsprungs problematisch gewesen wäre (vorne E. 4c). Unter diesen Umständen trug der Ausschuss der Generaldirektion die Verantwortung dafür, dass die von ihm selber aus zutreffenden Gründen verhängte Verkaufssperre erst dann aufgehoben wird, wenn die Gründe, die zu ihrer Verhängung geführt haben, nicht mehr vorliegen. Hinzu kommt, dass gemäss der Vereinbarung zwischen der Handelsabteilung und der Multinational Division Schweiz die Verkaufsstrategie unter Beteiligung von Y. (GD-Mitglied) und X. (Vertreter der SKA im Verwaltungsrat Biber Holding AG) festzulegen und peri-

odisch zu überprüfen war. Es geht somit nicht darum, ob das Wissen, das im Ausschuss der Generaldirektion vorhanden war, der Handelsabteilung zuzurechnen war, sondern darum, ob der Ausschuss der Generaldirektion verpflichtet gewesen wäre, die Verkaufssperre beizubehalten bzw. der Handelsabteilung den Verkauf zu untersagen. Indem der Ausschuss der Generaldirektion am 17. Juni 1996 eine Verkaufssperre tatsächlich verhängte, ist belegt, dass er gegenüber der Handelsabteilung diese Möglichkeit hatte. Entscheidend ist, ob er dies bereits früher hätte tun bzw. die bis zum 20. Februar 1996 bestehende Sperre gar nie hätte aufheben sollen.

e) Das wirft die Frage auf, ob und unter welchen Umständen eine Bank Sanierungsbestände überhaupt verkaufen kann. Die Beschwerdegegnerin führt in ihrer Verfügung aus, es könne im Hinblick auf das Ansehen in der Öffentlichkeit nur im Interesse der Bank liegen, mit Verkäufen zuzuwarten, bis das sanierte Unternehmen tatsächlich gerettet sei. Praktisch könnte damit eine Bank Aktien von Unternehmen, bei deren Sanierung sie mitgeholfen hat, nicht verkaufen, solange damit gerechnet werden muss, dass die Kurse sinken. Das würde bedeuten, dass jede Bank, die bei einer Sanierung Aktien übernimmt, damit rechnen müsste, möglicherweise während langer Zeit eine Industriebeteiligung halten zu müssen. Eine solche Konsequenz kann für eine Bank unternehmerisch unerwünscht sein. Zudem wird sie damit gezwungen, die erheblich strengeren Eigenmittelvorschriften für Beteiligungen zu erfüllen (Art. 12 ff. der Verordnung vom 17. Mai 1972 über die Banken und Sparkassen; Bankenverordnung, BankV; SR 952.02). Es lässt sich nicht verkennen, dass dadurch die Bereitschaft der Banken, an Sanierungen mitzuwirken, erheblich gemindert werden könnte, was volkswirtschaftlich nachteilige Auswirkungen hätte.

Die Beschwerdegegnerin setzt sich in ihrer Verfügung mit diesem von den Beschwerdeführerinnen vorgebrachten Argument nicht auseinander. Immerhin scheint sie ihre Formulierung nicht als absolute Forde-

rung zu verstehen: Sie hat die von der Beschwerdeführerin 1 vorgelegten internen Weisungen über die Behandlung von Effekten im Eigenbestand aus Unternehmenssanierungen genehmigt (E. 1c). In diesen Weisungen ist ein Verkauf von Sanierungsbeständen nicht absolut verboten und auch nicht an die Voraussetzung einer tatsächlichen Rettung des Unternehmens geknüpft. Vielmehr soll eine Veräusserung zulässig sein, wenn die Business Unit, welche vom Emittenten vor, im Zuge oder im Nachgang zur Sanierung direkt oder indirekt Kenntnis von nicht öffentlichen Tatsachen erhalten hat, im Zeitpunkt der Aufhebung der Veräusserungssperre keine solchen Kenntnisse mehr hat. Massgeblich sind dabei nur nicht-öffentliche Tatsachen, welche geeignet sind, zu einer erheblichen Änderung der Börsenkurse zu führen. Nachdem die Beschwerdegegnerin diese Weisungen genehmigt und damit kundgetan hat, dass ein dieses entsprechendes Verhalten dem Bankengesetz Genüge tut, können an das Verhalten der SKA nicht strengere Anforderungen gestellt werden, als sie in den genannten Weisungen vorgesehen sind.

Entscheidend ist somit, ob die mit der Sanierung befassten Personen der SKA in der Zeit, in welcher die fraglichen Aktienverkäufe getätigt wurden, Kenntnisse von nicht öffentlichen Tatsachen hatten, welche geeignet waren, zu einer erheblichen Änderung der Börsenkurse zu führen.

6.– a) Die Beschwerdegegnerin geht nicht nur von einem Informationsgefälle zwischen der SKA und dem Publikum aus, sondern auch davon, dass die Anleger, die nach dem 20. Februar 1996 Biber-Aktien kauften, dies nur taten, weil sie auf weitere Sanierungsbemühungen der Banken hofften. Demgegenüber hätten die Banken und mit ihnen die SKA gewusst, dass sie nicht mehr Hand zu einer Sanierung bieten würden, vielmehr einen Verkauf anstrebten, was gleichbedeutend mit einem Totalverlust für die Aktionäre gewesen sei. Der Verkauf der Aktien sei damit unter Ausnützung vertraulicher Tatsachen erfolgt, näm-

lich des Wissens, dass die Hoffnungen der Öffentlichkeit auf eine weitere Sanierung unbegründet seien.

Die Beschwerdeführerinnen erachten dies als falsch und aktenwidrig. Mit der Pressekonferenz vom 20. Februar 1996 sei ein allfälliger Informationsvorsprung der SKA gegenüber der Öffentlichkeit beseitigt worden. Wer nach diesem Datum Biber-Aktien kaufte, habe nicht annehmen können, dass die Banken ein zweites Mal die Biber-Gruppe sanieren würden. Er habe damit rechnen müssen, dass eine weitere Sanierung zu Lasten der Aktionäre erfolgen würde. Wer dennoch Aktien kaufte, habe dies in Erwartung auf eine Verbesserung des Marktumfelds getan. Zudem sei in der ersten Hälfte 1996 eine zweite Sanierung der Biber-Gruppe nicht ausgeschlossen gewesen; die Banken hätten ein Sanierungsprojekt «Alpha» ins Auge gefasst, falls kein oder ein ungenügendes Verkaufsangebot gemacht würde. Die Annahme der Beschwerdegegnerin, bereits im März 1996 sei ein Verkauf beschlossene Sache gewesen und habe festgestanden, dass der Erlös bloss das Fremdkapital decken würde, beruhe auf einer unrichtigen Sachverhaltsfeststellung. Über einen potenziellen Verkaufserlös hätten weit auseinander liegende Schätzungen bestanden. Ein ungenügender Verkaufserlös habe nicht festgestanden. Die für den Erlös relevanten Informationen seien zudem allgemein zugänglich gewesen. Erst Ende Juli 1996 sei absehbar gewesen, ob und mit wem Vertragsverhandlungen geführt würden. Beim Projekt «Alpha» wären die Aktionäre nicht zu Schaden gekommen; die gegenteilige Annahme der Beschwerdegegnerin sei aktenwidrig. Der Ausschuss der Generaldirektion der SKA habe somit davon ausgehen können, es entstehe kein Verlust für die Aktionäre. Erst im Juni 1996 habe er erfahren, dass eine andere Grossbank Vorbehalte gegenüber «Alpha» äussere; er habe daraufhin unverzüglich den Verkauf der Biber-Aktien eingestellt. Die Annahme der Beschwerdegegnerin, schon im März 1996 sei eine Schädigung der Aktionäre absehbar gewesen, sei unrichtig und aktenwidrig.

b) Treuwidrig ist nur die Ausnützung von Kenntnissen über vertrauliche Tatsachen. In der Lehre zur strafrechtlichen Insidernorm (Art. 161 StGB) wird davon ausgegangen, dass eine Information dann nicht mehr vertraulich ist, wenn ein Dritter sie erlangen könnte, wenn auch nur mit Anstrengung (Peter Forstmoser, Insiderstrafrecht, in SAG 1988, S. 122 ff., 131; José Hurtado, Der Missbrauch von Insider-Informationen im schweizerischen Strafgesetzbuch, in: Madrid-Symposium Tiedemann, Köln 1994, S. 407 ff., 418; ebenso in Deutschland: Peter A. Peters, Das deutsche Insiderstrafrecht unter Berücksichtigung strafrechtlicher Konsequenzen für Kreditinstitute und prozessualer Durchsetzung, Frankfurt 1997, S. 59). Ebenso wenig fallen darunter Erkenntnisse und Folgerungen, welche Dritte aus öffentlich zugänglichen Informationen ziehen können (BGE 119 IV 38 E. 3a S. 43; Küng/Huber/Kuster, Kommentar zum Börsengesetz, Bd. I, Zürich 1998, S. 229 Rz. 2). Eine Kenntnis, die von Finanzanalysten aufgrund öffentlich zugänglicher Informationen erschlossen werden kann, ist daher im strafrechtlichen Sinne nicht mehr als vertraulich zu betrachten, auch wenn sie den Kleinanlegern möglicherweise nicht bekannt ist. Diesfalls besteht kein Informationsgefälle mehr zwischen dem Emittenten und «der» Öffentlichkeit, sondern allenfalls zwischen verschiedenen Kreisen der Öffentlichkeit.

Fraglich ist freilich, ob diese strafrechtliche Sicht auch im bankaufsichtsrechtlichen Sinne gilt: Das zivil- und aufsichtsrechtliche Gebot des Handelns nach Treu und Glauben geht weiter als das zur Erfüllung des Straftatbestandes von Art. 161 StGB Verlangte (vorne E. 5b). Eine Treuwidrigkeit ist jedenfalls dann anzunehmen, wenn eine Bank Aktien verkauft, obwohl sie sich bewusst ist, dass ein erhebliches kursrelevantes Informationsgefälle zwischen ihr und denjenigen Kreisen besteht, welche tatsächlich die Aktien kaufen.

c) Unzutreffend ist zunächst die Behauptung der Beschwerdeführerinnen (Ziff. 66 der Verwaltungsgerichtsbeschwerde), die Beschwer-

degegnerin handle widersprüchlich. Wohl hat diese ausgeführt, die SKA habe im Gegensatz zum Publikum erkannt, dass die Biber-Gruppe eine Sanierung benötige. Diese Aussage bezieht sich aber auf den Herbst 1995. Die von den Beschwerdeführerinnen als damit im Widerspruch bezeichnete Argumentation, der Informationsvorsprung der SKA habe darin bestanden, dass die Öffentlichkeit auf eine Sanierung der Gruppe gehofft habe, während die SKA gewusst habe, dass eine solche nicht stattfinden würde, betraf demgegenüber den Zeitraum von Winter bis Frühling 1996. Geht es um verschiedene Zeiträume, ist ein Widerspruch somit nicht ersichtlich.

d) Die Öffentlichkeit wurde an der Pressekonferenz vom 20. Februar 1996, in den daraufhin erschienenen Presseberichten sowie im Geschäftsbericht 1995 klar und transparent darüber informiert, dass die Aktiven früher überbewertet waren und dass infolge der durchgeführten Neubewertung ein grosser ausserordentlicher Verlust verzeichnet werden musste. Der Informationsvorsprung bezüglich der Überbewertung der Aktiven, auf den sich die Bedenken des Verwaltungsrates im Herbst 1995 bezogen hatten (E. 4c), war damit grundsätzlich beseitigt. Fragt sich, ob nach der Bewertungskorrektur die Aktiven realistisch eingestuft wurden. Aus der bekannt gegebenen Bilanz war ersichtlich, dass der grösste Teil der Aktiven (mehr als 500 Mio. Franken) aus dem Anlagevermögen bestand. Es war auch für einen Laien offensichtlich, dass der Wert dieser Anlagen davon abhing, ob sie weiterhin für die Papierproduktion verwendet werden konnten, und dass der Liquidationswert derartiger Anlagen erheblich tiefer sein konnte. Ob die Bewertung auch für den Fall einer erfolgreichen Weiterführung zu hoch gewesen wäre, lässt sich nicht eindeutig beurteilen.

Offen dargelegt wurde im Geschäftsbericht und an der Pressekonferenz auch, dass durch die Neubewertung die Reserven praktisch völlig aufgebraucht wurden. Damit war für den Aussenstehenden klar,

dass ein weiterer Betriebsverlust das Aktienkapital beeinträchtigen würde. Orientiert wurde auch darüber, die Situation werde als schwierig erachtet und für die Zukunft seien alle Optionen offen. Schliesslich legte die Bilanz kurzfristiges Fremdkapital von rund 189 Mio. Franken und damit einen entsprechenden Liquiditätsbedarf offen.

e) Die Beschwerdegegnerin geht davon aus, es hätten sich «nur deshalb» Aktienkäufer gefunden, weil das Publikum auf weitere Sanierungsbemühungen der Banken gehofft habe. Diese Annahme wird in der Verfügung weder begründet noch belegt. Es liegt in der Natur der Sache, dass sich die Motive der Käufer kaum verlässlich feststellen lassen. Aber jedenfalls war aufgrund der offen gelegten Informationen auch für die Öffentlichkeit klar, dass die Biber in erheblichen Schwierigkeiten steckte und dass eine nachhaltige Verbesserung der Situation nur durch eine markante marktseitige Erholung oder durch eine Übernahme erfolgen konnte. Es musste daher auch dem aussenstehenden Betrachter als sehr fraglich erscheinen, ob die Banken zu einer weiteren Sanierung bereit sein würden, nachdem sie bereits 1994 erhebliche Mittel in die Sanierung investiert hatten. Gesamthaft musste somit dem Käufer klar sein, dass die Biber-Aktie eine riskante und spekulative Anlage darstellte.

f) Das schliesst freilich einen Informationsvorsprung nicht von vornherein aus: Wohl waren die Aussichten der Biber-Gruppe ungewiss und konnte die weitere Entwicklung nicht als feststehend angenommen werden. Die Auffassung der Beschwerdeführerinnen, hinsichtlich eines Ereignisses, dessen Eintritt nicht feststehe, könne es keinen Informationsvorsprung geben, trifft indessen nicht zu. Stehen Ereignisse nicht fest, ist eine Risikobeurteilung erforderlich. Diese Beurteilung stützt sich wiederum auf Informationen, deren Kenntnis unterschiedlich sein kann. Massgebend ist, ob die Kenntnisse des Publikums erheblich geringer waren als diejenigen des Verwaltungsrates

bzw. der SKA und damit ungleiche Wissensvoraussetzungen für die Risikobeurteilung eines Aktienkaufs vorlagen.

g) Die Beschwerdegegnerin geht davon aus, Verwaltungsrat und Banken hätten aufgrund von Abklärungen über die Verkäuflichkeit bereits im Frühjahr 1996 gewusst, dass das Eigenkapital verloren sei, eine weitere Sanierung nicht mehr in Frage komme und eine Liquidation mit Totalverlust unausweichlich sei.

aa) Per Ende 1995 wurde bei einem Aktienkapital von 201 Mio. Franken ein Eigenkapital von 231 Mio. Franken ausgewiesen. Gemäss Bilanz lag damit kein Kapitalverlust und schon gar keine Überschuldung vor. Allerdings ist bekannt, dass die Bilanz nicht zwangsläufig ein verlässliches Bild des inneren Werts eines Unternehmens ausdrückt.

bb) Aktenkundig rechnete der Verwaltungsrat bereits ab Sommer 1995 damit, dass bei einem Verkauf ein Verlust für die Aktionäre resultieren könnte (E. 4b). Gerade auf diesem Zusammenhang beruhte das Sanierungsprojekt «Omega». Über dieses Projekt und über sein Scheitern wurde weder an der Bilanzpressekonferenz noch im Geschäftsbericht 1995 orientiert. Im Frühjahr 1996 wurde intern der mögliche Verkaufserlös tendenziell eher tiefer geschätzt als im Sommer 1995. An der Sitzung vom 14. März 1996 stellte die Arbeitsgruppe Biber fest, der aktuell eingeschlagene Weg gehe Richtung Verkauf. Der Unternehmenswert liege zwischen 150 und maximal 250 Mio. Franken, womit das Fremdkapital bestenfalls zu 50% gedeckt sei (und das Eigenkapital völlig verloren wäre). Demgemäss beschloss die Arbeitsgruppe Verkaufsverhandlungen, wobei als Verkaufspreisziel die Deckung des Fremdkapitals vorgegeben wurde (Kurzprotokoll der Arbeitsgruppe Biber vom 14. März 1996). Eine solche Vorgabe ist nur verständlich, wenn die Beteiligten davon ausgingen, dass das Eigenkapital verloren sei.

cc) Die Feststellung der Beschwerdegegnerin, die SKA habe «gewusst», dass eine zweite Sanierung nicht mehr erfolgen würde, ist zwar insofern aktenwidrig, als ein Sanierungsprojekt «Alpha» vorbereitet und bis im Juni 1996 als Alternative zu einem Verkauf verfolgt wurde. Freilich wurde es nur als Notlösung für den Fall betrachtet, dass ein Verkauf nicht zustande komme oder nur ein ungenügender Verkaufspreis zu erzielen sei. Was als «ungenügend» betrachtet wurde, kann nicht eindeutig festgestellt werden. Der Vorgabe der Arbeitsgruppe Biber, dass (nur) das Fremdkapital gedeckt sein sollte, steht ein Diskussionspapier des Bankvereins vom 11. April 1996 gegenüber, worin die Ansicht vertreten wurde, ein Verkaufsangebot sei abzulehnen, wenn der Käufer nicht bereit sei, einen substanziellen Anteil am Eigenkapital mitzubezahlen. Die Schätzungen über die Verkaufsaussichten mochten somit auseinander gehen, und es lässt sich nicht schliessen, dass ein Totalverlust des Eigenkapitals im Frühjahr 1996 mit Sicherheit feststand. Umgekehrt kann aber entgegen der Behauptung der Beschwerdeführerinnen nicht davon ausgegangen werden, ein Verkaufsangebot sei nur unter der Voraussetzung als «genügend» erachtet worden, dass das Eigenkapital gedeckt sei. Es bestand bei realistischer Lagebeurteilung zumindest eine grosse Wahrscheinlichkeit, dass bei einem Verkauf höchstens das Fremdkapital gedeckt werden konnte. Mit einer vollen Deckung des Eigenkapitals konnte im Falle eines Verkaufs mit Sicherheit nicht gerechnet werden.

Sodann stand das Sanierungskonzept «Alpha» auch im Falle eines Scheiterns der Verkaufsverhandlungen keineswegs fest. Seine Umsetzung hätte die Zustimmung der Banken, der Generalversammlung, der Obligationäre und der übrigen Kreditgeber vorausgesetzt, was als unsicher erscheinen musste. Es wurde daher auch ein Konkurs ins Auge gefasst.

Alle diese Informationen waren dem Publikum im Detail nicht bekannt.

dd) Ein Verlust hätte realistischerweise nur vermieden werden können, wenn sich die Marktsituation markant und nachhaltig verbessert hätte. Im Januar 1996 mochte, wie die Beschwerdeführerinnen vorbringen, allenfalls noch mit einem positiven Betriebsergebnis 1996 gerechnet werden. Aber schon an der Sitzung der Arbeitsgruppe Biber vom 2. Februar 1996 wurde das wirtschaftliche Umfeld als düster beurteilt: Die Firmenleitung erwarte einen schnelleren Abschwung als bisher angenommen; die Kapazitäten hätten bedeutend stärker zugenommen als die Nachfrage; bis 1999 werde erwartet, dass die Nachfrage 25% unter den verfügbaren Kapazitäten liege. An der Pressekonferenz vom 20. Februar 1996 wurde aber für 1996 eine deutliche Verbesserung gegenüber dem 2. Semester 1995 in Aussicht gestellt, und es erfolgten keine Angaben zu den weiteren Aussichten.

Dementsprechend sanken die Aktienkurse auch nach der Bilanzpressekonferenz vom 20. Februar 1996 nicht so, wie es den internen Verkaufspreisschätzungen entsprochen hätte. Die Arbeitsgruppe Biber stellte an ihrer Sitzung vom 14. März 1996 fest, die Presse habe eher zu gut auf die Pressekonferenz reagiert; die gewünschte Schärfe sei nicht durchgekommen. Sie war sich auch bewusst, dass der Aktienkurs nach wie vor zu hoch war und dass die Zahl der Aktionäre (vor allem Kleinaktionäre) zunahm. Trotzdem wurde beschlossen, einen koordinierten Verkauf vorzubereiten, um die Beteiligung der Hausbanken zu senken. Unter den gegebenen Umständen musste den Bankverantwortlichen klar sein, dass dieser Verkauf zu Lasten der Kleinaktionäre gehen würde, welche die Aktien zu überhöhtem Kurs kaufen würden.

h) Gesamthaft stand in der ersten Jahreshälfte 1996 ein Totalverlust für die Aktionäre zwar nicht mit Gewissheit fest, musste aber bei realistischer Beurteilung mit grosser Wahrscheinlichkeit angenommen werden. Wohl musste auch ein sorgfältiger Anleger aufgrund öffentlich zugänglicher Informationen damit rechnen, dass ein Engagement in Biber-Aktien mit einem Totalverlust enden könnte, doch waren die

Grundlagen für die Risikobeurteilung im Verwaltungsrat der Biber-Gruppe, in der Arbeitsgruppe Biber und damit auch bei der SKA besser als in der Öffentlichkeit. Der Verwaltungsrat verfügte über Informationen, die nicht allgemein bekannt, aber für die Risikobeurteilung der Aktien wesentlich waren, so namentlich über die Verkaufsaussichten, die bei einem Verkauf realistischerweise zu erwartenden Erlöse und die Möglichkeiten und Voraussetzungen weiterer Sanierungen. Insbesondere musste realistischerweise damit gerechnet werden, dass im Falle eines Verkaufs das Eigenkapital nicht gedeckt werden konnte, während in der Öffentlichkeit der Eindruck erweckt worden war, dass zwar die Reserven aufgebraucht seien, das Grundkapital aber noch über eine genügende Deckung verfügte.

Ebenso steht fest, und es wird von den Beschwerdeführerinnen auch eingeräumt, dass der Ausschuss der Generaldirektion und die Kreditverantwortlichen der SKA über die Situation orientiert waren. Diese verfügten damit über nicht öffentliche Informationen, welche geeignet waren, zu einer erheblichen Änderung der Börsenkurse zu führen, und mussten sich bewusst sein, dass der Verkauf der Aktien zum Nachteil der Käufer gehen würde.

i) Demnach verletzt die Beurteilung der Beschwerdegegnerin, das Verhalten der SKA habe gegen Art. 3 Abs. 2 lit. c BankG verstossen, weder Bundesrecht, noch beruht sie auf einer unrichtigen Sachverhaltsfeststellung.

7.- a) Bei der Anwendung des Bankengesetzes hat die Eidgenössische Bankenkommission den Grundsatz der Rechtsgleichheit zu wahren. Nach Ansicht der Beschwerdeführerinnen hat sie diesen Grundsatz verletzt. Sie habe ihnen gegenüber eine im Wesentlichen gleich begründete Verfügung getroffen wie gegen den Schweizerischen Bankverein (bzw. die UBS als dessen Rechtsnachfolgerin), obwohl dieser weder zu Beginn des Handels Auflagen gemacht noch im Sommer

1996 den Verkauf eingestellt, sondern bis im Dezember 1996 sämtliche Biber-Aktien verkauft habe. Damit seien ungleiche Fälle gleich behandelt worden.

b) Der Sachverhalt ist insofern in beiden Fällen im Grundsatz gleich, als beide Banken Aktien verkauften. Die Bankenkommission hat in ihrer Verfügung gegen die Credit Suisse Group erwogen und berücksichtigt, dass die SKA bis zum 20. Februar und wieder ab dem 17. Juni 1996 eine Verkaufssperre erlassen hatte. Das kommt freilich im Dispositiv der Verfügung nur insofern zum Ausdruck, als der Zeitraum, in welchem die Aktien verkauft wurden, und die Höhe des erzielten Erlöses in Ziff. 1 des Dispositivs ausdrücklich genannt werden.

c) Diese Formulierung des Dispositivs ist an sich korrekt. Trotzdem liegt ein erheblicher Unterschied zwischen den beiden Fällen darin, dass die SKA im Juni 1996 den Verkauf der Aktien einstellte und damit in Kauf nahm, ihre bei der Sanierung von 1994 investierten Mittel endgültig zu verlieren. Es ist festzuhalten, dass das Verhalten der SKA damit weniger stark vom Gebot der einwandfreien Geschäftsführung abwich, als wenn die Aktien bis zum Ende verkauft worden wären. Angesichts der nicht ganz alltäglichen Problemdimension und der noch fehlenden Aufsichts- und Gerichtspraxis zur Frage des Verkaufs von Sanierungsbeständen bestand ein gewisser Spielraum in der Beurteilung und Würdigung des Informationsunterschiedes. Aktienkundig erhofften die Bankverantwortlichen von der Bilanzpressekonferenz vom 20. Februar 1996, dass die Kurse sinken würden (E. 6g/dd). Es lässt sich nicht ausschliessen, dass sie in guten Treuen davon ausgehen durften, mit dieser Konferenz werde der bestehende Informationsvorsprung in hinreichendem Ausmass beseitigt. Erst die weitere Entwicklung der Börsenkurse und der Aktienverkäufe hätte diesfalls definitiv zu einer Neubeurteilung führen müssen. Ob, wie die Beschwerdegegnerin in ihrer Verfügung erwog, das Verhalten der SKA ein schwerwiegender Verstoss gegen das Gebot einwandfreier Geschäfts-

führung gewesen sei, kann ausdrücklich offen bleiben, nachdem diese Einstufung nicht ins Dispositiv der angefochtenen Verfügung aufgenommen worden ist.

8.– a) Nach Auffassung der Beschwerdeführerinnen ist der angefochtene Entscheid unverhältnismässig. Die Feststellung gemäss Ziff. 1 der Verfügung habe weitreichende Konsequenzen, da die Beschwerdeführerinnen dadurch auf einer Reihe internationaler Finanzplätze in der Ausübung ihrer Geschäftstätigkeit beeinträchtigt würden. Eine nachträgliche Feststellung des unzulässigen Verhaltens erübrige sich, nachdem die in Ziff. 2 der Verfügung verlangte Regelung bereits umgesetzt werde. Die damals innerhalb der SKA verantwortlichen Personen hätten die Bank in der Zwischenzeit verlassen. Zudem sei die Beschwerdeführerin 2 zwar Rechtsnachfolgerin der SKA, habe aber einen völlig anderen Charakter als diese; die Rüge, sie habe gegen das Gesetz verstossen, treffe materiell die falsche Bank.

b) Die Bankenkommission trifft nach Art. 23^{bis} Abs. 1 BankG die zum Vollzug des Gesetzes notwendigen Verfügungen. Erhält sie von Verletzungen des Bankgesetzes oder von sonstigen Missständen Kenntnis, so verfügt sie gemäss Art. 23^{ter} Abs. 1 BankG die zur Herstellung des ordnungsgemässen Zustandes und zur Beseitigung der Missstände notwendigen Massnahmen. Das Bundesgericht prüft die Rechtsfrage frei, ob ein Missstand in diesem Sinne vorliegt, wobei es der Bankenkommission einen gewissen Beurteilungsspielraum zubilligt, soweit banktechnische Fragen zur Diskussion stehen. Hinsichtlich der zu treffenden Massnahmen steht demgegenüber der Bankenkommission ein erheblicher Ermessensspielraum zu, der freilich an die allgemeinen verwaltungsrechtlichen Grundsätze und an den Zweck der Bankenaufsicht gebunden ist (BGE 121 II 147 E. 3a S. 148; 116 Ib 73 E. 1b S. 78, 193 E. 2c und d S. 196 f.; 115 Ib 55 E. 2d S. 58; 108 Ib 196 E. 1b S. 200 und E. 4a S. 205, 513 E. 5 S. 521; 105 Ib 406 E. 1c S. 408 und E. 8b S. 413).

c) Ziel der Aufsichtstätigkeit der Bankenkommission ist nicht die Bestrafung, sondern die Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustandes und die Vermeidung von Wiederholungen (Zulauf, a.a.O., S. 392). Der Bank soll nicht ein Schaden zugefügt werden, der zur Erreichung des Aufsichtszwecks nicht erforderlich ist. Das ergibt sich bereits aus dem Grundsatz der Verhältnismässigkeit, entspricht aber auch dem Gesetzeszweck.

d) Die Feststellung der Eidgenössischen Bankenkommission, ein Verhalten habe dem Gebot einwandfreier Geschäftstätigkeit widersprochen, ist an sich eine blossе Missfallenskundgebung (nicht publizierte E. 1 und 3 zu BGE 111 Ib 126) und als solche grundsätzlich die mildeste Aufsichtsmassnahme (Aellen, a.a.O., S. 231 f.; Zulauf, a.a.O., S. 430). Sie erscheint dort als angebracht, wo keine weiteren Massnahmen erforderlich sind. Sie hat jedoch keine direkten Rechtswirkungen und begründet weder eine zivilrechtliche noch eine strafrechtliche Verantwortlichkeit. Vielmehr soll einfach festgestellt werden, wie die durch die Aufsichtsbehörde konkretisierte Rechtslage ist. Falls der ordnungsgemässe Zustand auch auf eine andere Weise durchgesetzt werden kann, könnte sich eine ausdrückliche Feststellung als unverhältnismässig erweisen, wenn dadurch der Bank ein Schaden entsteht, den der Zweck der Aufsicht nicht erfordert.

e) Im vorliegenden Fall hat die Beschwerdegegnerin mit der Ziff. 2 der Verfügung, die inzwischen von der Beschwerdeführerin 1 umgesetzt worden ist, dafür gesorgt, dass die Lehre aus dem Vorfall gezogen wurde und derartige Fälle in Zukunft vermieden werden sollten. Insofern ist eine ausdrückliche Rüge an sich nicht mehr unbedingt erforderlich. Die Beschwerdeführerinnen unterlassen es freilich, ihre Aussage zu belegen, sie seien durch die fragliche Feststellung auf einer Reihe internationaler Finanzplätze beeinträchtigt. Unter diesen Umständen besteht zurzeit für das Bundesgericht unter Würdigung des der Aufsichtsbehörde zustehenden Ermessensspielraums kein Anlass,

Ziff. 1 der Verfügung aufzuheben. Es bleibt jedoch den Beschwerdeführerinnen unbenommen, von der Bankenkommission zuhanden ausländischer Aufsichtsbehörden eine Feststellungsverfügung (vgl. Art. 25 VwVG) zu erwirken, dass sie die beanstandete Verhaltensweise inzwischen behoben haben.

9.– Die Eidgenössische Bankenkommission hat in Ziff. 3 des Dispositivs der angefochtenen Verfügung angeordnet, die Credit Suisse Group habe die Bankenkommission «über die Realisierung einer Lösung betreffend die Erstattung des ... Erlöses» zu orientieren. Auch wenn die Beschwerdeführerinnen diese Anordnung nicht beanstanden, ist von Amtes wegen zu prüfen, ob sie rechtmässig ist.

a) Die Beschwerdegegnerin erwog, die Bereicherung der Beschwerdeführerin 1 im Umfang des Erlöses aus dem Aktienverkauf sei ein Missstand im Sinne von Art. 23^{ter} Abs. 1 BankG, der aufsichtsrechtlich zu beseitigen sei. Nach ihrem Wortlaut verpflichtet die Anordnung in Ziff. 3 die Beschwerdeführerin 1 freilich nur zu einer Orientierung der Bankenkommission. Es wird namentlich nicht ausdrücklich angeordnet, dass der ganze Erlös zurückzuerstatten sei; gefordert wird nur eine Orientierung über eine «Lösung betreffend die Erstattung», wobei über den erforderlichen Inhalt dieser Lösung nichts ausgesagt wird. Allerdings geht die Beschwerdegegnerin in den Erwägungen davon aus, dass die Beschwerdeführerinnen den gesamten Erlös von 4,265 Mio. Franken zu erstatten haben, weil nur so ein Missstand im Sinne von Art. 23^{ter} BankG behoben werden könne.

b) Diese Erwägungen in der Begründung sind problematisch: Wenn es wie vorliegend um ein Verhalten geht, welches im Verhältnis zu Dritten in treuwidriger Weise die Bank bevorteilt, dann mag das zwar aufsichtsrechtlich wesentlich sein, ändert aber nichts daran, dass der eigentliche Rechtsverstoss in einer Verletzung zivilrechtlicher Treupflichten liegt. Die Aufsicht bezweckt, im Interesse der Vertrau-

enswürdigkeit der Banken eine Verletzung von Treuepflichten zu vermeiden. Geschädigt durch das Verhalten der Bank sind jedoch die Anleger, welche die Aktien zu einem überhöhten Preis gekauft haben. Diese können allenfalls zivilrechtlich einen Schadenersatz gegenüber der SKA bzw. ihrer Rechtsnachfolgerin geltend machen. Soweit sie damit durchdringen und in der Folge entsprechende Entschädigungen bezahlt werden, wäre der Vermögensvorteil ebenfalls beseitigt. Auch wenn allenfalls im aufsichtsrechtlichen Verfahren vorfrageweise zivilrechtliche Fragen zu beurteilen sind, haben letztlich die zuständigen Zivilgerichte über Zivilansprüche als Hauptfrage zu entscheiden (Bodmer/Kleiner/Lutz, a.a.O., N 98 zu Art. 3; Zulauf a.a.O. S. 373 und 392). Die betroffene Bank hat im Übrigen auch ein Recht darauf, dass über zivilrechtliche Ansprüche vor dem verfassungsmässigen Richter, d.h. dem zuständigen Zivilgericht, geklagt wird (Art. 58 aBV; Art. 30 nBV; Art. 6 EMRK).

Es ist somit sehr fraglich, ob die Bankenkommission aufsichtsrechtlich die Einziehung eines unrechtmässigen Gewinns oder die Rückzahlung eines bankenrechtlich unzulässigen Erlöses anordnen kann. Das Erstere steht freilich im vorliegenden Fall – trotz den entsprechenden Erwägungen im angefochtenen Entscheid sowie in den Rechtsschriften – nicht zur Diskussion, da gar keine Einziehungsverfügung vorliegt (E. 1d); die entsprechende Rüge der Beschwerdeführerinnen, das Bankgesetz enthalte keine rechtsgenügende gesetzliche Grundlage für die Einziehung eines unrechtmässigen Gewinns, greift insoweit ins Leere. Heikler ist demgegenüber die Frage, ob die Bankenkommission die Beschwerdeführerinnen zur Rückzahlung des als unrechtmässig erkannten Erlöses verpflichtet hat.

c) Die Ziff. 3 des Dispositivs des angefochtenen Entscheids enthält einzig eine Orientierungspflicht. Diese betrifft zwar die «Realisierung einer Lösung betreffend die Erstattung des ... Erlöses ... bzw. ... ein allfälliges Scheitern». Soweit diese Anordnung aber restriktiv ausge-

legt wird als blosser Verpflichtung, die Bankenkommission über die Abwicklung allfälliger zivilrechtlicher Ansprüche zu orientieren, kann sie sich auf den weit auszulegenden (BGE 121 II 147 E. 3a S. 148 f.) Art. 23^{bis} Abs. 2 BankG stützen. Im Übrigen ist sie zu vage formuliert, als dass weitergehende Massnahmen darin hineingelesen werden dürfen. Sie kann namentlich nicht als Entscheid über eine Beschlagnahme oder über die zivilrechtlichen Verhältnisse gelten; angesichts der damit verbundenen heiklen Rechtsfragen darf sie nicht einmal als Androhung einer weitergehenden Vorkehr bei Widersetzlichkeit verstanden werden (vgl. E. 1d). Weder präjudiziert sie somit allfällige privatrechtliche Ansprüche, noch verschafft sie der Beschwerdegegnerin eine Grundlage für eventuelle nachfolgende Massnahmen. Solche hätten vielmehr vollumfänglich den gesetzlichen Rahmen zu beachten. Die Bankenkommission hat somit vorerst keine andere Vorkehr angeordnet, als dass sie über das Vorgehen und Ergebnis der Abwicklung allfälliger zivilrechtlicher Ansprüche zu orientieren sei.

d) Da Ziff. 3 des Dispositivs der angefochtenen Verfügung demnach keine grössere Tragweite als eine reine Orientierungspflicht zukommt, verletzt diese Anordnung Bundesrecht nicht.

Entscheid der II. öffentlichrechtlichen Abteilung des Bundesgerichts vom 7. Januar 1999 i.S. Bank X¹

Art. 21c Abs. 1 BankV, Risikoverteilung, Gruppe verbundener Gegenparteien.

1. *Entscheidend in Art. 21c Abs. 1 Bst. a BankV ist allein die rechtliche oder faktische Beherrschung, die zu einer Abhängigkeit führt, welche es unter Risikogesichtspunkten rechtfertigt, von einer Einheit auszugehen und damit abstrakt Situationen vorzubeugen, in denen eine Risikokonzentration in Krisenzeiten zu hohen Verlusten führen kann (Erw. 5b/bb).*
2. *Art. 21c Abs. 1 BankV erfasst in Bst. a die rechtliche Beherrschung über die Stimmenmehrheit bzw. eine beherrschende Einflussnahme in anderer Weise, in Bst. b dagegen andere erkennbare Abhängigkeiten, die zu Zahlungsschwierigkeiten führen können, ohne dass hier eine Beherrschung vorausgesetzt wäre. Erfasst werden im Sinne einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise alle Formen beherrschender Einflussmöglichkeiten losgelöst von der gewählten juristischen Konstruktion (Erw. 5b/cc).*
3. *Anwendung auf den Einzelfall (Erw. 6).*

Art. 21c al. 1 OB, répartition des risques, groupe de contreparties liées.

1. *Est déterminant à l'art. 21c al. 1 let. a OB la domination juridique ou de fait qui crée une dépendance qui justifie, du point de vue du risque, de considérer qu'on a affaire à une unité. On peut ainsi prévenir de manière abstraite des situations dans lesquelles une concentration des risques peut provoquer des pertes élevées en période de crise (consid. 5.b.bb).*
2. *L'art. 21c al. 1 OB comprend dans sa let. a la domination juridique par le biais d'une majorité des voix ou une influence dominante*

¹ Sachverhaltszusammenfassung und Regesten wurden von der Redaktion des EBK Bulletins verfasst. Der Entscheid wurde in der amtlichen Sammlung der Bundesgerichtsentscheide nicht veröffentlicht.

d'une autre manière. La let. b par contre concerne d'autres dépendances qui peuvent entraîner des difficultés de paiement sans qu'une domination soit nécessaire. D'un point de vue économique, la disposition vise toutes les formes de prise d'une influence dominante, indépendamment de la construction juridique (consid. 5.b.cc).

3. *Application au cas particulier (consid. 6).*

Sachverhalt (Auszug):

Seit 1. Januar 1998 sind die neuen Risikoverteilungsvorschriften obligatorisch. Sie sehen vor, dass eine Risikoposition 25% der anrechenbaren eigenen Mittel einer Bank nicht übersteigen darf. Zwei oder mehr natürliche oder juristische Personen sind dabei unter gewissen Voraussetzungen als Gruppe verbundener Gegenparteien und damit als Einheit zu behandeln.

Die Bank X stellte den Antrag, es sei festzustellen, dass die Coop-Regionalgenossenschaften mit der Coop Schweiz zusammen keine Gruppe im Sinne von Art. 21c BankV bilden. Die EBK lehnte dieses Gesuch am 20. November 1997 vollumfänglich ab.

Die Bank X hat hiergegen beim Bundesgericht Verwaltungsgerichtsbeschwerde eingereicht. Sie stellt die gleichen Anträge wie vor der EBK. Das Bundesgericht weist die Beschwerde vollumfänglich ab und bestätigt die Verfügung der EBK.

Aus den Erwägungen:

4.– a) Nach Art. 4^{bis} Abs. 1 BankG müssen die Ausleihungen an einen einzelnen Kunden sowie die Beteiligungen an einem einzelnen Unternehmen in einem angemessenen Verhältnis zu den eigenen Mitteln der Bank stehen; das entsprechende Verhältnis wird unter besonderer

Berücksichtigung der Ausleihungen an öffentlich-rechtliche Körperschaften und der Art der Deckung auf dem Verordnungsweg festgelegt (Art. 4^{bis} Abs. 2 BankG). Diese Regelung will im Interesse des Gläubigerschutzes gefährlichen Klumpen- bzw. Grossrisiken vorbeugen (vgl. die Botschaft des Bundesrats vom 13. Mai 1970 über die Revision des Bankengesetzes, in BBl 1970 I.2 S. 1144 ff., dort S. 1171; BGE 108 Ib 270 E. 3 S. 276).

b) Art. 21 aBankV (Fassung vom 17. Mai 1972) konkretisierte Art. 4^{bis} BankG bisher in dem Sinne, dass eine Bank die Bankenkommission zu informieren hatte, sofern das gesamte Engagement eines Kunden ihr gegenüber gewisse Prozentsätze überstieg; dabei konnte die Bankenkommission verlangen, dass Verpflichtungen, welche bestimmte Höchstgrenzen übertrafen, gesenkt wurden (Art. 21 Abs. 6 aBankV; vgl. BGE 99 Ib 409 ff.; 108 Ib 270 E. 3 S. 276; EBK-Bulletin 30/1996 S. 11 f.). Seit dem 1. Januar 1998 gelten nunmehr die neuen, auf die revidierten Eigenmittelvorschriften (Änderung vom 12. Dezember 1994; AS 1995 253 ff.; EBK Bulletin 27/1995) und die internationale Entwicklung (Richtlinie 92/121/EWG vom 21. Dezember 1992 über die Überwachung und Kontrolle der Grosskredite von Kreditinstituten) abgestimmten Risikoverteilungsvorschriften der Revision der Bankenverordnung von 1995 (EBK-Bulletin 30/1996 S. 16 ff.). Danach sind Grosskredite, welche 10% der eigenen Mittel überschreiten, meldepflichtig (Art. 21a BankV); die Summe sämtlicher Klumpenrisiken hat schliesslich eine Grenze von 800% der anrechenbaren eigenen Mittel zu wahren (Art. 21b BankV). Vor dem 1. Januar 1998 unter dem alten Recht entstandene Positionen sind übergangsrechtlich bis zum 31. Dezember 2000 auf die neuen Obergrenzen zurückzuführen, wobei die Bankenkommission diese Frist in besonderen Fällen verlängern kann (Abs. 4 der Übergangsbestimmungen). Nach Art. 22 Abs. 1 BankV ist sie zudem befugt, gewisse Erleichterungen zu gewähren oder Verschärfungen anzuordnen; namentlich kann sie für eine Risikoposition eine tiefere Obergrenze als 25% festlegen (Art. 22 Abs. 2 lit. a BankV)

oder auf vorgängiges Gesuch hin kurzfristige Überschreitungen der Obergrenze zulassen (Art. 22 Abs. 2 lit. c BankV).

5.– Die Bankenkommission ging davon aus, bei der Coop (Coop Schweiz und Regionalgenossenschaften) handle es sich um eine einzige Gruppe verbundener Gegenparteien, gegenüber der die Obergrenze von 25% der anrechenbaren eigenen Mittel eingehalten werden muss, es sei denn, die Überschreitung sei vollständig durch freie anrechenbare eigene Mittel gedeckt (Art. 21a Abs. 5 BankV).

a) Nach Art. 21c Abs. 1 BankV gelten zwei oder mehr natürliche oder juristische Personen als Gruppe verbundener Gegenparteien und sind als Einheit zu behandeln, wenn:

- a) eine von ihnen direkt oder indirekt mit mehr als der Hälfte der Stimmen an der anderen beteiligt ist oder auf sie in anderer Weise einen beherrschenden Einfluss ausübt; oder
- b) zwischen ihnen erkennbare Abhängigkeiten bestehen, die es wahrscheinlich erscheinen lassen, dass, wenn eine in finanzielle Schwierigkeiten gerät, die anderen auf Zahlungsschwierigkeiten stossen; oder
- c) sie ein Konsortium bilden.

b) aa) Wenn die Bankenkommission diese Bestimmung analog der Konzerndefinition von Art. 13a Abs. 2 BankV auslegt, wonach eine Eigenmittel-Konsolidierungspflicht «grundsätzlich immer» besteht, wenn die Bank direkt oder indirekt mit mehr als der Hälfte der Stimmen an im Bank- und Finanzbereich tätigen Unternehmungen oder Immobiliengesellschaften mit Sitz im In- oder Ausland beteiligt ist oder wenn sie «auf diese in anderer Weise einen beherrschenden Einfluss ausübt», ist dies nicht zu beanstanden: Die Eigenmittelanforderungen und die Risikoverteilungsvorschriften hängen eng zusammen, erfolgt die Definition des zulässigen Rahmens von Klumpenrisiken doch gerade im Verhältnis zu den eigenen anrechenbaren Mitteln

(Art. 21a Abs. 1 BankV) und stellt die Risikogewichtung ihrerseits auf die gleichen Sätze ab, wie sie für die anrechenbaren Eigenmittel gelten (Art. 21e Abs. 1 BankV; EBK-Bulletin 30/1996 S. 18 f.). Der Verordnungsgeber nahm denn bei der Revision der Risikoverteilungsvorschriften auch bewusst auf diese sachlichen Zusammenhänge Bezug (EBK-Bulletin 30/1996 S. 32 f. und S. 39).

bb) Nach Art. 13a Abs. 1 BankV sind die Eigenmittelvorschriften sowohl einzeln als auch auf konsolidierter Basis zu erfüllen, wenn die Bank mit einer oder mehreren im Finanzbereich tätigen Unternehmen oder Immobiliengesellschaften eine wirtschaftliche Einheit bildet oder wenn aufgrund anderer Umstände anzunehmen ist, dass sie rechtlich verpflichtet oder faktisch gezwungen ist, einem solchen Unternehmen beizustehen. Eine entsprechende Konsolidierungspflicht besteht bei Vorliegen der in Art. 13a Abs. 2 BankV genannten speziellen Voraussetzungen (mehr als hälftige Beteiligung bzw. beherrschender Einfluss in anderer Weise) «grundsätzlich immer», also – im Gegensatz zu Art. 13a Abs. 1 BankV – losgelöst davon, ob die Beherrschung konkret tatsächlich mit einer rechtlichen Beistandspflicht oder einem entsprechenden faktischen Zwang verbunden ist. Es kann hierauf bei Art. 21c Abs. 1 lit. a BankV (beherrschende Einflussnahme) deshalb ebenfalls nicht ankommen. Entscheidend ist auch hier allein die rechtliche oder faktische Beherrschung, die zu einer Abhängigkeit führt, welche es unter Risikogesichtspunkten rechtfertigt, von einer Einheit auszugeben und damit abstrakt Situationen vorzubeugen, in denen eine Risikokonzentration in Krisenzeiten zu hohen Verlusten führen kann.

cc) Soweit die Beschwerdeführerin einwendet, faktische Abhängigkeiten genügen nicht, um eine Gruppe verbundener Gegenparteien zu begründen, verkennt sie die Struktur von Art. 21c Abs. 1 BankV. Dieser erfasst in Litera a die rechtliche Beherrschung über die Stimmenmehrheit bzw. eine beherrschende Einflussnahme in anderer Wei-

se, in Litera b dagegen andere erkennbare Abhängigkeiten, die zu Zahlungsschwierigkeiten führen können, ohne dass hier eine Beherrschung vorausgesetzt wäre (vgl. EBK-Bulletin 30/1996 S. 39). Ob im Sinne von Art. 21c Abs. 1 lit. a BankV die Einflussnahme einer Gegenpartei auf die andere von oben nach unten, d.h. im Sinne der Kontrolle eines Unternehmens durch einen Aktionär oder Gesellschafter, oder umgekehrt erfolgt, indem etwa Genossenschaften einen Bund kontrollieren, spielt dabei keine Rolle, vom Moment an, wo die wesentlichen Elemente der Geschäftsorganisation und -politik für die einzelnen Mitglieder durch die Dachorganisation verbindlich definiert werden. Die von der Beschwerdeführerin in Anlehnung an die EU-Richtlinie 92/121, die für den Begriff der Kontrolle auf Art. 1 der Richtlinie 83/349/EWG verweist, vertretene Auffassung, nur die Einflussnahme von «oben nach unten» werde erfasst, übersieht, dass sich eine solche Beschränkung weder aus dem Sinn und Zweck von Art. 21c Abs. 1 lit. a BankV noch aus dessen Wortlaut ergibt. Die von der Europäischen Union allenfalls gewählte Lösung ist für die Schweiz nicht verbindlich, auch wenn die neuen Risikovorschriften in weitgehender Anlehnung an jene geschaffen wurden. Bei der Revision der Bankenverordnung sollten lediglich die «wesentlichen Ideen» der Richtlinie übernommen werden (EBK 30/1996 S. 19). Art. 21c Abs. 1 lit. a zweiter Teil BankV umfasst im Sinne einer wirtschaftlichen Betrachtungsweise alle Formen beherrschender Einflussmöglichkeiten losgelöst von der gewählten juristischen Konstruktion. Er will zum Schutz der Gläubiger der Gefahr von wesentlichen Klumpenrisiken vorbeugen. Mit welcher Wahrscheinlichkeit sich das Risiko allenfalls realisieren könnte, spielt dabei keine Rolle. Allein im Rahmen von Art. 21c Abs. 1 lit. b BankV, wo kein Beherrschungsverhältnis besteht, sind die Auswirkungen zu prüfen, welche die finanziellen Schwierigkeiten einer Gegenpartei der Bank auf die Zahlungsfähigkeit einer anderen haben könnten. Bei einer rechtlichen oder faktischen Beherrschung werden entsprechende Konsequenzen zum Schutze der Gläubiger vermutet, weshalb auch der Einwand an der Sache vorbei geht, es sei immer auf die konkreten

wechselseitigen rechtlichen Verpflichtungen «im Krisenfall» abzustellen (vgl. auch BGE 116 Ib 331 E. 2c S. 338).

dd) Das Bundesgericht hat zwar – wie die Beschwerdeführerin weiter geltend macht – lediglich für den Bank- und Finanzsektor festgestellt, dass sich über rechtliche Verpflichtungen hinaus auch aus einem wirtschaftlichen Verbundsystem Risiken ergeben könnten, denen im Rahmen der Eigenmittelvorschriften Rechnung zu tragen sei. Gerade hier ein Teil des Konzerns in finanzielle Schwierigkeiten, bestehe viel eher eine faktische oder rechtliche Pflicht der anderen, diesem beizustehen, da der Vertrauensverlust in den Konzern zu einer die Liquidität übersteigenden Welle von finanziellen Rückzügen führen könnte, der die gesamte Struktur bedroht, was es zum Schutz der Gläubiger zu verhindern gelte (BGE 116 Ib 331 E. 2a S. 337). Dies schliesst nun aber nicht aus, dass ähnliche Überlegungen bezüglich der Risikoverteilung gemacht werden und eine entsprechende Regelung über den Finanzbereich hinaus auf Unternehmungen anderer Art ausgedehnt wird. Das Bundesgericht hat im zitierten Urteil beiläufig erklärt, dass Bankkonzerne stärker als Industrie- und Handelskonzerne als wirtschaftliche Einheit wahrgenommen würden (BGE 116 Ib 331 E. 2a S. 337). Da es sich dabei aber nur um die Frage der gesetzlichen Grundlage für eine eigenmittelmässige Erfassung eines atypischen Bankkonzerns zu äussern hatte, kann hieraus nicht geschlossen werden, dass Industrie- und Handelskonzerne nicht ebenfalls bei beherrschendem Einfluss, aber ohne ausdrückliche rechtliche Beistandspflicht, auf der Risikoseite bankenrechtlich als Einheit erfasst werden dürften. Dies hat der Bundesrat in der Bankenverordnung getan. Nachdem hierfür sachliche Gründe (verstärkter Gläubigerschutz) sprechen, hat das Bundesgericht sein Ermessen insofern nicht an die Stelle jenes des Bundesrates zu setzen (vgl. BGE 124 II 581 E. 2a; 1222 II 411 E. 3b S. 416 f.; 121 II 465 E. 2a S. 467).

6.– Zwischen der Coop Schweiz und den Coop-Regionalgenossenschaften bestehen mannigfaltige Verflechtungen, die zwar nicht zu einer hälftigen Stimmenmehrheit führen, jedoch zu einer beherrschenden Einflussnahme der Coop Schweiz auf die Regionalgenossenschaften in anderer Weise in Sinne von Art. 21c Abs. 1 lit. a BankV. Die entsprechende Auffassung der Bankenkommission ist im Rahmen des ihr zustehenden Beurteilungsspielraums (vgl. oben E. 2b) nicht bundesrechtswidrig:

a) Die Coop Schweiz als Genossenschaftsbund bildet die Dachorganisation der Coop-Regionalgenossenschaften (Art. 1 Abs. 2 der Statuten der Coop Schweiz [Fassung 1996]). Zwar sind diese an sich rechtlich je selbständig, wirtschaftlich und faktisch sind sie jedoch eng in die Coop Schweiz bzw. in die von dieser mit den Regionalgenossenschaften sowie deren Unternehmungen und Organisationen gebildete Coop-Gruppe eingebunden (Art. 1 Abs. 3 der Statuten). Die Coop Schweiz erarbeitet zusammen mit ihren Mitgliedern die Unternehmenspolitik der Coop-Gruppe (Leitbild, Grundsätze zur allgemeinen sowie zu den Teilpolitiken), worin die Aufgabenteilung festgelegt und das Aktivitätsfeld der Mitglieder definiert wird; sie übernimmt dabei für diese insbesondere die optimale zentrale Warenbeschaffung (Art. 2a Abs. 1 der Statuten). Die Mitglieder der Coop-Gruppe verpflichten sich ihrerseits zu einer effizienten Geschäftsführung, zur Einhaltung der Zielsetzungen und Strategien der Coop Schweiz und insbesondere auch zur gegenseitigen Unterstützung bei der Verwirklichung und Verfolgung der gemeinsamen Interessen (Art. 13a Abs. 2 der Statuten). In diesem Rahmen sind die regionalen Genossenschaften gehalten, ihre Statuten den von der Coop Schweiz formulierten Normstatuten anzupassen (Art. 15 Abs. 2 der Statuten). Im Übrigen haben sie die Vorschriften der Statuten der Coop Schweiz und die von der Delegiertenversammlung gefassten Beschlüsse, die vom Verwaltungsrat und von der Direktion im Rahmen ihrer Kompetenzen erlassenen Zielsetzungen und Weisungen sowie die unter Mitwirkung der zuständigen

Fachgremien erarbeiteten Normen einzuhalten (Art. 15 Abs. 1 lit. a der Statuten). Sie haben zudem die von der Delegiertenversammlung beschlossene Strukturpolitik insbesondere bezüglich Fusionsplänen, der Zuteilung von Wirtschaftsgebieten sowie des Konzepts für die Verteilzentralen und die Verkaufsstellenstruktur bzw. die Wahl der Betriebstypen zu befolgen (Art. 15 Abs. 1 lit. d der Statuten) und sich gegenseitig nach Kräften zu unterstützen und namentlich in regionalen oder kantonalen Interessengemeinschaften zusammenzuarbeiten, wenn sie ihre Interessen auf regionaler oder kantonaler Ebene allein nicht wahren können (Art. 15 Abs. 1 lit. f der Statuten).

b) Vor diesem Hintergrund ist es nicht zu beanstanden, wenn die Bankkommission davon ausgeht, dass die Coop Schweiz auf die einzelnen Genossenschaften tatsächlich einen beherrschenden rechtlichen und faktischen Einfluss im Sinne von Art. 21c Abs. 1 lit. a BankV ausübt, auch wenn den Regionalgenossenschaften – wie die Beschwerdeführerin einwendet – beim Wareneinkauf noch ein gewisser Spielraum verbleiben mag (Art. 15a Abs. 2 der Statuten) und sie aus der Coop-Gruppe letztlich auch austreten könnten. Diese Möglichkeit erscheint im Hinblick auf die bestehenden wirtschaftlichen und personellen Verflechtungen, auch wenn diese – wie die Beschwerdeführerin weiter einwendet – abgebaut werden sollten, im Übrigen eher von theoretischem Charakter. Neben den Pflichten der einzelnen Mitglieder belegen zusätzlich die konkreten Eingriffsmöglichkeiten der Coop Schweiz deren beherrschende Einflussnahme auf die Geschäftsführung der Regionalgenossenschaften: Bei der Anstellung, Ernennung und Entlassung von deren Direktoren ist die Coop Schweiz zur «Mitsprache» einzuladen (Art. 15 Abs. 1 lit. l der Statuten und Art. 36 Abs. 2 der Normstatuten). Mitglieder, die den mit der Coop Schweiz erstellten mittel- und langfristigen Investitions- und Finanzplan nicht einhalten, haben mit der Direktion der Coop Schweiz die Ursachen zu analysieren und das Vorgehen zur Verbesserung der Situation abzusprechen; gegebenenfalls kann die Direktion zuhanden des Verwal-

beurteilungsrats der Coop Schweiz auch ergänzende Massnahmen zur Beschlussfassung beantragen (Art. 13a Abs. 5 der Statuten). Für Mitglieder, in deren Jahresabschluss die Erfolgsrechnung einen negativen Erfolg aus normaler Tätigkeit aufweist, schlägt die Direktion dem Verwaltungsrat die geeigneten Massnahmen vor; so z.B., neben der in Art. 2a Abs. 2 Ziff. 4 der Statuten genannten Möglichkeit der Übernahme der Geschäftsführung direkt durch die Coop Schweiz, die Bezeichnung einer angemessenen Anzahl Personen, die während einer befristeten Dauer mit beratender Stimme an den Sitzungen des Verwaltungsrats teilnehmen. Über diese Massnahmen entscheidet der Verwaltungsrat der Coop Schweiz unter Berücksichtigung der Stellungnahme des betroffenen Mitglieds und des Gesamtinteresses der Coop-Gruppe für das Mitglied verbindlich (Art. 13a Abs. 6 der Statuten), was letztlich auch für die von der Bankenkommission vertretene Auffassung spricht, dass die ganze Coop-Gruppe als Einheit auftritt und wechselseitige Unterstützungspflichten bestehen, die bei Zahlungsschwierigkeiten eines Teiles tatsächlich auch die anderen betreffen, weshalb die Coop-Gruppe als Ganzes – und nicht nur im Sinne des Subeventualantrags A.I.3. die Coop Schweiz jeweils mit einer einzelnen Regionalgenossenschaft – als eine Gruppe verbundener Gegenparteien zu gelten hat. Die Coop Schweiz leistet einzelnen Mitgliedern Sanierungszuschüsse, wobei sie selber in steuerrechtlicher Hinsicht ursprünglich davon ausging, sie sei zu diesen auf Grund der gemeinsamen Unternehmenspolitik und Marktstrategie verpflichtet. In diesem Zusammenhang entschied das Bundesgericht am 27. Mai 1988 zwar, dass es steuerrechtlich bezüglich der Bestimmung dessen, was «zur Deckung geschäftsmässig begründeter Unkosten» dient bzw. als «freiwillige Zuwendung an Dritte» zu gelten hat, hierauf nicht ankomme, da das schweizerische Steuerrecht im Allgemeinen der wirtschaftlichen Einheit verbundener Unternehmungen keine Rechnungstrage (von der Beschwerdeführerin eingereichtes Urteil vom 27. Mai 1988, E. 4c). Anders verhält es sich nun aber gerade – wie in den Erwägungen 4 und 5 dargelegt wurde – bei den bankenrechtlichen Risi-

kovertierungsvorschriften, die möglichst umfassend Grossrisiken auf ein vernünftiges Mass beschränken sollten.

Verfügung des Präsidenten der II. öffentlichrechtlichen Abteilung des Bundesgerichts vom 20. Januar 2000 i.S. X AG¹

Art. 35 BEHG, Ernennung eines Beobachters; Art. 111 Abs. 2 OG, aufschiebende Wirkung im Beschwerdeverfahren.

Die Bestellung eines Beobachters, der abzuklären hat, ob eine Gesellschaft der Börsenaufsicht untersteht und allenfalls eingreifende Aufsichtsmaßnahmen erforderlich sind, erweist sich zwar als Eingriff in die Interessen der betroffenen Gesellschaft, wiegt aber angesichts ihrer ohnehin bestehenden Auskunftspflicht nicht besonders schwer.

Art. 35 LBVM, nomination d'un observateur; art. 111 al. 2 OJF, effet suspensif dans la procédure de recours.

La nomination d'un observateur qui doit clarifier si une société est assujettie à la surveillance boursière et s'il est nécessaire d'ordonner des mesures de nature prudentielle, constitue certes une atteinte aux intérêts de la société concernée mais ne pèse par particulièrement lourd au regard de l'obligation de fournir des informations qui lui incombe de toute manière.

Sachverhalt (Auszug):

Mit Verfügung vom 14. Dezember 1999 hat die EBK bei der X AG einen Beobachter eingesetzt mit der Aufgabe, die tatsächlich von der Gesellschaft ausgeübte Tätigkeit abzuklären. X AG erhebt Verwaltungsgerichtsbeschwerde und beantragt die aufschiebende Wirkung. Der Präsident der urteilenden Abteilung weist diesen Antrag ab.

Aus den Erwägungen:

2.– a) Die Verwaltungsgerichtsbeschwerde hat von Gesetzes wegen aufschiebende Wirkung, wenn sie sich gegen eine Verfügung richtet,

¹ Sachverhaltszusammenfassung und Regesten wurden von der Redaktion des EBK Bulletins verfasst. Der Entscheid wurde in der amtlichen Sammlung der Bundesgerichtsentscheide nicht veröffentlicht.

die zu einer Geldleistung verpflichtet (Art. 111 Abs. 1 OG). In den andern Fällen kommt ihr diese lediglich zu, wenn der Präsident der urteilenden Abteilung sie von Amtes wegen oder auf Begehren einer Partei hin verfügt (Art. 111 Abs. 2 OG). Die aufschiebende Wirkung ist nur aus triftigen Gründen zu gewähren, etwa wenn eine Partei durch den Vollzug des angefochtenen Entscheids in derart schwerer und nicht wieder gutzumachender Weise berührt wird, dass ihr Interesse an einer Vollzugshemmung dem regelmässig gegebenen öffentlichen Interesse am sofortigen Vollzug des angefochtenen Entscheids vorgeht. Der vermutliche Ausgang des Verfahrens ist bei der Interessenabwägung zu berücksichtigen, soweit die Aussichten eindeutig sind (vgl. BGE 117 V 185 E. 2b S. 191, 106 Ib 115 E. 2a S. 116).

b) Bei vorläufiger Prüfung der Akten kann der Ausgang des Verfahrens nicht klar abgeschätzt werden; jedenfalls ist nicht von einer offensichtlichen Begründetheit der Beschwerde auszugehen. Das Gesuch um aufschiebende Wirkung lässt sich daher nicht mit der (behaupteten) Rechtswidrigkeit der angefochtenen Verfügung begründen, worauf sich die Beschwerdeführerinnen aber letztlich alleine berufen. Andere triftige Gründe nennen sie nicht. Die Bestellung eines Beobachters, der abzuklären hat, ob die Beschwerdeführerinnen der Börsenaufsicht unterstehen und allenfalls eingreifende Aufsichtsmaßnahmen erforderlich sind, erweist sich zwar als Eingriff in die Interessen der Beschwerdeführerinnen, wiegt aber angesichts ihrer ohnehin bestehenden Auskunftspflicht nicht besonders schwer. Es ist den Beschwerdeführerinnen zuzumuten, einen solchen Eingriff angesichts des öffentlichen Interesses an einer wirksamen Aufsichtstätigkeit der Eidgenössischen Bankenkommision, die vorliegend konkrete Anhaltspunkte für das Vorliegen einer gesetzwidrigen Tätigkeit geltend machen kann, bis zur Beurteilung der Verwaltungsgerichtsbeschwerde zu dulden.

Verfügung des Präsidenten der II. öffentlichrechtlichen Abteilung des Bundesgerichts vom 4. Juni 1999 i.S. Genossenschaft W¹

Art. 23^{quinquies} BankG, Liquidation; Art. 111 Abs. 2 OG, aufschiebende Wirkung im Beschwerdeverfahren.

Eine Liquidation trifft die betroffene Gesellschaft schwer. Das Schutzbedürfnis der Einleger geht dem Interesse der Gesellschaft an einem Vollstreckungsaufschub jedoch vor, so dass es sich nicht rechtfertigt, mit einer vorsorglichen Massnahme vorübergehend in die gestützt auf den angefochtenen Entscheid laufenden Bemühungen des Liquidators um Wahrung der Gläubigerinteressen einzugreifen.

Art. 23^{quinquies} LB, liquidation; art. 111 al. 2 OJF, effet suspensif dans la procédure de recours.

Une liquidation touche la société concernée de manière intense. La protection des déposants prend cependant le pas sur les intérêts de la société à obtenir une suspension de l'exécution. Il ne se justifie donc pas d'intervenir à titre provisoire dans les efforts du liquidateur pour sauvegarder les intérêts des créanciers.

Sachverhalt (Auszug):

Mit Verfügung vom 25. März 1999 stellte die EBK fest, dass die Genossenschaft W ohne Bewilligung eine nach Bankengesetz bewilligungspflichtige Banktätigkeit ausübe. Die Bankenkommission löste die Genossenschaft W auf und ordnete deren sofortige Liquidation an, wobei den bisherigen Organen der Genossenschaft die Vertretungsbefugnis entzogen und die bisherigen Unterschriftsberechtigungen und Vollmachten aufgehoben wurden. Ein Liquidator wurde eingesetzt, welchem die bisherigen Organe der Genossenschaft alle verlangten Auskünfte zu erteilen und Unterlagen auszuhändigen sowie

¹ Sachverhaltzusammenfassung und Regesten wurden von der Redaktion des EBK Bulletins verfasst. Der Entscheid wurde in der amtlichen Sammlung der Bundesgerichtsentscheide nicht veröffentlicht.

Zugang zu sämtlichen von der Genossenschaft benutzten Räumlichkeiten zu gewähren haben. An das zuständige Handelsregisteramt erging die Anweisung, den massgeblichen Inhalt der Verfügung im Handelsregister einzutragen. Die Verfügung wurde für sofort vollstreckbar erklärt.

Die Genossenschaft W hat am 6. Mai 1999 gegen die Verfügung der EBK Verwaltungsgerichtsbeschwerde erhoben. Sie stellt den Antrag, dieser aufschiebende Wirkung zu erteilen. Der Präsident der urteilenden Abteilung weist diesen Antrag ab.

Aus den Erwägungen:

2. a) Die Verwaltungsgerichtsbeschwerde hat von Gesetzes wegen aufschiebende Wirkung, wenn sie sich gegen eine Verfügung richtet, die zu einer Geldleistung verpflichtet (Art. 111 Abs. 1 OG). In den andern Fällen kommt ihr diese lediglich zu, wenn der Präsident der urteilenden Abteilung sie von Amtes wegen oder auf Begehren einer Partei hin verfügt (Art. 111 Abs. 2 OG). Die aufschiebende Wirkung ist nur aus triftigen Gründen zu gewähren, etwa wenn eine Partei durch den Vollzug des angefochtenen Entscheids in derart schwerer und nicht wieder gutzumachender Weise berührt wird, dass ihr Interesse an einer Vollzugshemmung dem regelmässig gegebenen öffentlichen Interesse am sofortigen Vollzug des angefochtenen Entscheids vorgeht. Der vermutliche Ausgang des Verfahrens ist bei der Interessenabwägung zu berücksichtigen, soweit die Aussichten eindeutig sind (vgl. BGE 117 V 185 E. 2b S. 191, 106 Ib 115 E. 2a S. 116).

b) Dass die Liquidation die Beschwerdeführerin schwer trifft, liegt auf der Hand. Die entgegenstehenden öffentlichen Interessen bzw. die Gläubigerinteressen gehen jedoch ihrem Interesse an einem Vollstreckungsaufschub vor:

Die Eidgenössische Bankenkommission geht davon aus, dass die Beschwerdeführerin Geld vom Publikum entgegennimmt und für die Einleger Konti geführt werden, wobei nicht alle Einleger Genossenschafter sind; nach ihrer Auffassung gibt die Beschwerdeführerin auch Darlehen aus; sie ist grundsätzlich im Finanzbereich tätig. Insofern würde eine bewilligungspflichtige Bankentätigkeit vorliegen. Die Bankenkommission stellt für diese Einschätzung auf die Genossenschaftsstatuten sowie auf Werbeunterlagen ab. Wie es sich damit verhält, wird bei der materiellen Beurteilung der Beschwerde zu entscheiden sein; es würde jedenfalls den Rahmen der vorliegenden Verfügung sprengen, von der diesbezüglichen Einschätzung der fachkundigen Vorinstanz abzuweichen. Wenn die Beschwerdeführerin die unter diesen Voraussetzungen naheliegenden Fragen der Vorinstanz gemäss deren Schreiben vom 22. Februar 1999 (wo werden die Konti geführt, Verhältnis Genossenschafter/andere Einleger, Einlagevolumen in Schweizer Franken, Rechtsform der Verrechnungszentrale) nicht beantwortete, liess sich nicht prüfen, ob Einlegerinteressen gefährdet sind; die entsprechenden Befürchtungen der Bankenkommission sind jedenfalls zur Zeit nicht von der Hand zu weisen, gerade wenn berücksichtigt wird, dass die bisherigen Genossenschaftsorgane das Bestehen selbst eines minimalen Schutzbedürfnisses verneinen. Es rechtfertigt sich daher nicht, mit einer vorsorglichen Massnahme vorübergehend in die gestützt auf den angefochtenen Entscheid laufenden Bemühungen des Liquidators um Wahrung der Gläubigerinteressen einzugreifen.

Entscheidung der II. öffentlichrechtlichen Abteilung des Bundesgerichts vom 19. November 1999 i.S. Comfinor, Comsal, Comro und Finorex in Liquidation¹

Art. 4 BV und Art. 13 VwVG, rechtliches Gehör; Art. 3 und 38 BEHV, Effekthändler; Art. 39 Abs. 1 Bst. a Ziff. 1 BEHV, faktische Zweigniederlassung; Art. 35 und 36 BEHG, Liquidation; Art. 11 BEHG, Sorgfaltspflichten der Effekthändler.

1. *Umfang des Anspruchs auf rechtliches Gehör und Mitwirkungspflicht bei der Beweiserhebung. Bei Gefahr im Verzug hat die Aufsichtsbehörde die Möglichkeit, vorsorgliche Massnahmen anzuordnen. Sie muss daher vor Erlass einer Liquidationsverfügung den betroffenen Parteien umfassend rechtliches Gehör gewähren (Erw. 4).*
2. *Unterstellungspflicht des schweizerischen Effekthändlers und der faktischen Zweigniederlassung eines ausländischen Effekthändlers in der Schweiz (Erw. 5).*
3. *Art. 35 und 36 BEHG enthalten eine echte Lücke. Aus dem Sinn und Zweck des Börsengesetzes muss gefolgert werden, dass die EBK analog der Kriterien des Bankengesetzes die in Art. 36 BEHG vorgesehenen Massnahmen auch gegenüber nicht bewilligten Effekthändlern treffen kann (Erw. 6).*
4. *Art. 11 BEHG hat eine zentrale Bedeutung im Zusammenhang mit dem Zweck des Börsengesetzes, weshalb seine Einhaltung mit grosser Strenge geprüft werden muss. Kommissionen in der Höhe von 35% der Gesamtkosten der Optionen sind nicht gerechtfertigt, wenn keine besonderen Leistungen erbracht werden (Erw. 7).*

¹ Der Entscheid ist auf Italienisch ergangen. Die vorliegende deutsche Übersetzung sowie Sachverhaltszusammenfassung und Regesten wurden von der Redaktion des EBK Bulletins verfasst. Der Entscheid wurde in der amtlichen Sammlung der Bundesgerichtsentscheide (BGE ...) veröffentlicht.

Art. 4 Cst. féd. et art. 13 PA, droit d'être entendu; art. 3 et 38 OBVM, négociant en valeurs mobilières; art. 39 al. 1 let. a ch. 1 OBVM, succursale de fait; art. 35 et 36 LBVM, liquidation; art. 11 LBVM, obligations de diligence du négociant.

1. *Etendue du droit d'être entendu et devoir de collaboration lors de l'instruction probatoire. En cas de péril en la demeure, l'autorité de surveillance a la possibilité d'ordonner des mesures provisionnelles. Avant de rendre une décision de mise en liquidation, elle doit par conséquent accorder aux parties concernées un droit d'être entendu étendu (consid. 4).*
2. *Obligation d'assujettissement d'un négociant suisse et de la succursale de fait d'un négociant étranger en Suisse (consid. 5).*
3. *Les art. 35 et 36 LBVM contiennent une lacune. Il faut déduire du but de la loi sur les bourses que, par analogie avec les critères de la loi sur les banques, la CFB peut prendre les mesures prévues par l'art. 36 LBVM également à l'encontre des négociants non autorisés (consid. 6).*
4. *L'art. 11 LBVM a une importance centrale au regard du but de la loi sur les bourses. Son respect doit par conséquent être contrôlé avec une sévérité particulière. Des commissions qui atteignent 35% du montant total des options ne sont pas justifiées lorsqu'aucune prestation particulière n'est apportée (consid. 7).*

Sachverhalt (Auszug):

Am 30. April 1997 haben sich Comfinor SA und drei weitere Gesellschaften, welche die gleichen Organe hatten, bei der EBK in Anwendung von Art. 50 BEHG als bestehende Effekthändler gemeldet. Mit Verfügung vom 20. November 1997 hat die EBK die vier Gesellschaften in Liquidation gesetzt. Die Gesellschaften haben gegen diesen Entscheid Verwaltungsgerichtsbeschwerde eingereicht und die Aufhebung der Verfügung der EBK verlangt. Das Bundesgericht weist die Beschwerden vollumfänglich ab, soweit es darauf eintritt.

Aus den Erwägungen:

4.– a) aa) Die Beschwerdeführer beanstanden die Art und Weise, wie die Voruntersuchung durch die EBK geführt wurde, und machen eine Verletzung des rechtlichen Gehörs der in Liquidation gesetzten Gesellschaften geltend.

(...)

b) aa) Gemäss Rechtsprechung enthält der Anspruch auf rechtliches Gehör, der aus Art. 4 BV fliesst und dessen Einhaltung das Bundesgericht mit voller Kognition prüft (BGE 121 I 54 Erw. 2 mit Hinweisen), verschiedene Rechte des Betroffenen. Dazu gehört insbesondere das Recht, sich vor Erlass eines in seine Rechtsstellung eingreifenden Entscheids zur Sache zu äussern, relevante Beweise beizubringen, Einsicht in die Akten zu nehmen, mit relevanten Beweisanträgen gehört zu werden und an der Erhebung wesentlicher Beweise entweder mitzuwirken oder sich zumindest zum Beweisergebnis zu äussern, wenn dieses geeignet ist, den Entscheid zu beeinflussen. Das Recht, relevante Beweise beizubringen, schliesst jedoch nicht aus, dass eine Behörde eine Voruntersuchung beenden kann, wenn sie aufgrund einer vorgezogenen Würdigung der erbrachten Beweise einen Entscheid treffen kann und sie überzeugt ist, dass weitere Beweise keine neuen Erkenntnisse bringen würden (BGE 122 II 464 Erw. 4a mit Verweisen). Das rechtliche Gehör dient der Sachaufklärung und garantiert dem Betroffenen ein persönlichkeitsbezogenes Mitwirkungsrecht im Verfahren (Ulrich Häfelin/Georg Müller, Grundriss des Allgemeinen Verwaltungsrechts, 3. Auflage, Zürich 1998, Rz. 1306 mit Verweisen).

bb) Das Verwaltungsverfahren ist hauptsächlich vom Untersuchungsgrundsatz geleitet, was bedeutet, dass die Behörde aus eigener Initiative die Parteidarstellung und die Beweismittel vervollständigen kann und soll, wobei immer die sich widersprechenden Interessen sorgfältig beachtet werden müssen. Deshalb muss die Behörde von sich aus für richtige und vollständige Abklärung des urteilswesentli-

chen Sachverhaltes sorgen und sich nicht mit den Parteivorbringen begnügen. Sie ist weder an die Sachverhaltsdarstellung noch an die Beweisanträge der Parteien gebunden. Sie kann und muss diese aus eigener Initiative vervollständigen. Die Aufklärung des zum Streitgegenstandes gehörenden Sachverhaltes ist Pflicht der Behörde (Ulrich Häfelin/Georg Müller, aaO., Rz. 1283 bis 1285, S. 331; Pierre Moor, *Droit administratif*, Band II, Bern 1991, N. 2.2.6.3, S. 175 f.; Fritz Gygi, *Bundesverwaltungsrechtspflege*, 2. Ausgabe, Bern 1983, S. 207; BGE 117 V 261 Erw. 3b, 282 Erw. 4a; siehe auch BGE 120 V 357 Erw. 1a und BGE 110 V 48 Erw. 4a). Dieser Grundsatz wird jedoch durch seine Korrelate relativiert, d.h. von der Pflicht der Parteien an der Feststellung des Sachverhalts mitzuwirken (BGE 120 V 357 Erw. 1a mit Verweisen; Ulrich Häfelin/Georg Müller, aaO., Rz. 1330 bis 1333, S. 341) sowie der aus dem rechtlichen Gehör (Art. 4 BV) fließenden Pflicht der Parteien, am Verfahren zum Erlass einer Verfügung mitzuwirken (BGE 120 V 357 Erw. 1a mit Verweisen).

Die Pflicht der Parteien, an der Feststellung des Sachverhaltes mitzuwirken, besteht insbesondere auch in einem Verfahren, das sie durch ihr Begehren einleiten (vgl. Art. 13 VwVG). Die Parteien müssen aktiv an der Feststellung des Sachverhalts mitarbeiten, dem Richter Informationen geben und Beweismittel nennen, welche ihre Behauptungen stützen; sie müssen zudem die eigene Eingabe begründen, insbesondere in einem strittigen Verfahren (Pierre Moor, aaO., N. 2.2.6.3., S. 176; Fritz Gygi, aaO., S. 248 ff.; siehe Art. 52 VwVG; BGE 119 III 70 Erw. 1 mit Verweisen). Die Mitwirkungspflicht trifft auch die Partei, welche den Sachverhalt besser kennt, weil sich dieser auf die eigene persönliche Situation bezieht (Pierre Moor, aaO., N. 2.2.6.3, S. 176; Fritz Gygi, aaO. S. 208 ff.). Die Pflicht der Beweiserhebung zur Sachverhaltsfeststellung ist aufgeteilt: Die Behörde muss gemäss ihren Möglichkeiten den Sachverhalt feststellen, ohne dass von ihr ein «Inquisitions-Spürsinn» verlangt werden darf. Sie muss sich durch Befragung der Parteien vergewissern, dass deren Beweisbeschaffung voll-

ständig ist. Die Behörde muss dies unternehmen, wenn aufgrund objektiver Gründe dahingehende Zweifel vorliegen (Peter Saladin, *Das Verwaltungsverfahren des Bundes*, Basel 1979, N. 15.33, S. 123; BGE 107 II 233 Erw. 2c mit Verweisen). Die Mitwirkungspflicht kann zudem in einer gesetzlichen Bestimmung geregelt sein, welche die eben aufgezählten Grundsätze wiedergeben muss (Pierre Moor, aaO., N. 2.2.6.3., S. 176). Gemäss Praxis des Bundesgerichts ermächtigt die Verweigerung der Mitwirkung einer Partei die Behörde dazu, dem Verfahren ein Ende zu setzen und einen Entscheid aufgrund der vorliegenden Beweise zu treffen (vgl. Art. 19 VwVG i.V.m. Art. 40 VwVG; siehe auch Urteil vom 2. März 1994 i.S. K.C. c. CFB², Erw. 3c und zitierte Lehre).

c) aa) Aus den Prozessakten ist ersichtlich, dass die Comsal, die Comfinor und die Comro ihren Mitwirkungspflichten nicht nachgekommen sind, da sie sich weigerten einen grossen Teil der angeforderten Unterlagen und Informationen beizubringen, obwohl sie von Gesetzes wegen hierzu verpflichtet gewesen wären (Art. 13 VwVG; siehe auch Art. 35 Abs. 2 erster Satz BEHG). Aus den Informationsersuchen der Eidg. Bankenkommision an die drei Gesellschaften (vgl. insbesondere die Schreiben vom 28. Juli 1997 und vom 2. Oktober 1997) ist ersichtlich, dass die erwähnte Behörde von Dritten Informationen insbesondere über deren Tätigkeit erhalten hatte. Das Vorliegen dieser Informationen wurde seitens der Behörde gegenüber den Gesellschaften nie verschwiegen, doch haben diese hierzu nie Erklärungen betreffend die Art und den Urheber der Informationen verlangt sowie nie die in den Schreiben enthaltenen Äusserungen bezüglich der zweifelhaften Seriosität ihrer Tätigkeit bestritten. Die Gesellschaften wurden zudem über die möglichen administrativen Massnahmen informiert, insbesondere waren sie über eine mögliche Liquidation der Gesellschaften aufmerksam gemacht worden. In Anbetracht des Desinteresses der Beschwerdeführer bezüglich der von Dritten stammenden Informationen betreffend ihre Tätigkeit sowie der Mitwirkungsverweigerung durfte

²Veröffentlicht in EBK Bulletin 25 S. 11ff.

die Eidg. Bankenkommission davon ausgehen, dass die vorliegenden Beweise genügten um den Sachverhalt aufzuklären, und sie konnte deshalb auf weitere Abklärungen verzichten. Das rechtliche Gehör der Beschwerdeführer wurde somit beachtet.

Die diesbezüglich unbegründeten Beschwerden werden abgewiesen.

Trotzdem ist hervorzuheben, dass das von der Eidg. Bankenkommission durchgeführte Verfahren die verfahrensrechtlichen Garantien nur knapp beachtete. Insbesondere hätte die Behörde den drei Gesellschaften trotz Mitwirkungsverweigerung die von Dritten erhaltenen Informationen betreffend ihre Tätigkeit zur Kenntnis bringen und ihnen Gelegenheit zur Stellungnahme geben müssen, soweit sie diese in ihrem Urteil beachten wollte (vgl. BGE 124 II 132 Erw. 2b mit Verweisen). Der Einwand der Behörde, dass sie schnell hätte handeln müssen um die unerlaubte Tätigkeit zu stoppen, genügt zur Rechtfertigung der nicht korrekten Einleitung des Verfahrens nicht, insbesondere wenn beachtet wird, dass sie bei Gefahr im Verzug die Möglichkeit hat, vorsorgliche Massnahmen anzuordnen. Doch auch wenn angenommen würde, dass diese Vorgehensweise das rechtliche Gehör der Beschwerdeführer verletzen würde, würde dies nicht zur Aufhebung der angefochtenen Verfügung führen. Gemäss gängiger Rechtsprechung würde eine solche Verletzung durch dieses Verfahren geheilt, da das Bundesgericht über dieselbe Kognition wie die Vorinstanz verfügt und die drei Beschwerdeführer viele Möglichkeiten zur mündlichen oder schriftlichen Stellungnahme zu den Verfahrensakten gehabt haben (zum Begriff der Heilung siehe BGE 124 II 132 Erw. 2d mit Verweisen; vgl. auch Ulrich Häfelin/Georg Müller, aaO., Rz. 1329; Lorenz Kneubühler, Gehörsverletzung und Heilung in: ZBl 99 [1998] 97 ff., insbesondere S. 102 mit kritischen Verweisen). Obwohl die Prüfung von Ermessensfragen über die Zuständigkeiten dieses Gerichtes hinausgeht, handelt es sich hier nicht um die Wertung von technischen Fragen, sondern um die Ausfüllung des Ermessensspielraums, über welchen die Vorinstanz

bei der Wahl der zu treffenden Massnahmen verfügte. In diesem Fall besteht kein Ermessensspielraum, da hier aus den im Folgenden darzulegenden Gründen die Behörde keine andere Massnahme als diejenige der Liquidation hätte treffen können. Da hier eine einschneidende Massnahme getroffen wurde und da die Streitfrage nur von einer einzigen gerichtlichen Instanz überprüft wird, ist die Beachtung der verfahrensrechtlichen Garantien von grundlegender Bedeutung. Eine mögliche Heilung erfolgt nur ausnahmsweise um sicherzustellen, dass die administrative Behörde diese grundlegenden Rechte nicht vernachlässigt und nicht annehmen kann, dass eine Verletzung ohnehin während eines möglichen Beschwerdeverfahrens geheilt wird (BGE 124 II 132 Erw. 2d mit Verweisen).

bb) Die Finorex kritisiert den Umstand, dass sie weder persönlich kontaktiert noch als Partei des Verwaltungsverfahrens der Vorinstanz betrachtet worden sei. Ein solches Vorgehen verletze das rechtliche Gehör. Die Eidg. Bankenkommission stellt sich hingegen auf den Standpunkt, dass infolge der Identität zwischen der Finorex und der Comro sie nicht gezwungen gewesen sei, sich direkt an die Finorex zu wenden und sie zur Teilnahme an der Voruntersuchung einzuladen. Unter solchen Umständen habe der Einbezug der Comro genügt. Vor der Vorinstanz hat die Comro wiederholt erklärt, nur als Agentin der Finorex tätig zu sein. Hierbei verwies sie auf den Vertrag mit der Finorex, dessen Inhalt ihr verbot Informationen über diese Gesellschaft zu geben (vgl. Vertriebsvereinbarung vom 1. Januar 1996). Auch trifft zu, dass die Informationen im Besitze der Eidg. Bankenkommission vor ihrem Entscheid bezüglich der Frage der Identität zwischen den beiden Gesellschaften unvollständig waren. Unter diesen Umständen ist schwer verständlich, dass sich die Eidg. Bankenkommission nicht direkt an die Finorex gewendet hat, insbesondere im Hinblick auf die Folgen der verfügten Massnahme. Doch wurde im konkreten Fall, wie im Folgenden noch dargelegt wird (vgl. Erw. 5b/cc) zu Recht festgestellt, dass die Finorex eine Zweigniederlassung, zumindest eine fakti-

sche, sei, da deren Tätigkeit mit derjenigen der Comro übereinstimme. Deshalb war letztere zur Mitwirkung am Verfahren gezwungen und hätte die angeforderten Unterlagen beschaffen sowie die Fragen betreffend Finorex beantworten müssen (vgl. Art. 50 BEHV i.V.m. Art. 10 Abs. 4 BEHG). Aufgrund dieser Verflechtung der Beziehungen zwischen den zwei Gesellschaften kann gar die Frage gestellt werden, ob unter solchen Umständen die Geltendmachung einer Verletzung des rechtlichen Gehörs nicht rechtsmissbräuchlich sei (vgl. BGE 121 I 30 Erw. 5 f. mit Verweisen). Wegen den engen Geschäftsverbindungen zwischen der Finorex und der Comro hätte die letztere die Finorex über das Verfahren der Eidg. Bankenkommision informieren müssen. Auch wenn man annehmen wollte, dass der Anspruch des rechtlichen Gehörs der Beschwerdeführerin nicht beachtet worden sei, so wäre diese Verletzung durch das vorliegende Verfahren, aus den bereits in Erw. 4c/aa erwähnten Gründen, auf welche hier verwiesen wird, geheilt worden.

5.– Die beschwerdeführenden Gesellschaften beanstanden unter verschiedenen Gesichtspunkten ihre Unterstellung unter das Börsengesetz.

a) Gemäss Art. 2 Bst. d BEHG sind Effekthändler natürliche und juristische Personen und Personengesellschaften, die gewerbsmässig für eigene Rechnung zum kurzfristigen Wiederverkauf oder für Rechnung Dritter Effekten auf dem Sekundärmarkt kaufen und verkaufen, auf dem Primärmarkt Effekten öffentlich anbieten oder selbst Derivate schaffen und öffentlich anbieten. Gemäss Art. 2 Abs. 1 BEHV sind Effekthändler im Sinne des Gesetzes Eigenhändler, Emissionshäuser und Derivathäuser, sofern sie hauptsächlich im Finanzbereich tätig sind. Gemäss Abs. 2 sind Market Maker und Kundenhändler Effekthändler im Sinne des Gesetzes, auch wenn sie nicht hauptsächlich im Finanzbereich tätig sind. Gemäss Art. 3 Abs. 5 BEHV sind Kundenhändler Effekthändler, die gewerbsmässig in eigenem Namen für

Rechnung von Kunden mit Effekten handeln und selber oder bei Dritten für diese Kunden Konten zur Abwicklung des Effektenhandels führen (Bst. a) oder Effekten dieser Kunden bei sich oder in eigenem Namen bei Dritten aufbewahren (Bst. b). Entsprechend der Praxis der Eidgenössischen Bankenkommision handelt ein Effektenhändler gewerbsmässig, wenn er für mehr als 20 Kunden Konti führt oder Effekten hält (Jean-Baptiste Zufferey/Alessandro Bizzozero/Lorenzo Piaget, *Qui est négociant en valeurs mobilières*, Lausanne 1997, S. 42). Im Übrigen wurde dieses Kriterium in Art. 4 BEHV aufgenommen, um den Begriff Effekten zu definieren.

Gemäss Art. 38 Abs. 1 Bst. c BEHV gilt als ausländischer Effektenhändler jedes nach ausländischem Recht organisierte Unternehmen, das den Effektenhandel im Sinne von Artikel 2 Bst. d des Gesetzes betreibt. Gemäss Art. 39 Abs. 1 Bst. a Ziff. 1 bedarf ein ausländischer Effektenhändler einer Bewilligung der Bankenkommision, wenn er in der Schweiz Personen beschäftigt, die für ihn dauernd und gewerbsmässig in der Schweiz oder von der Schweiz aus mit Effekten handeln, Kundenkonten führen oder ihn rechtlich verpflichten (Zweigniederlassung). Die Voraussetzungen einer Zweigniederlassung nach Börsengesetz sind weniger hoch als diejenigen einer Zweigniederlassung gemäss Art. 935 OR (über den Begriff der Zweigniederlassung im Börsengesetz siehe Jean-Baptiste Zufferey/Alessandro Bizzozero/Lorenzo Piaget, aaO., S. 151 ff. mit Verweisen; Gérard Hertig/Urs Schuppisser, in: *Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel [Börsengesetz, BEHG]*, 5. Band, Basel 1999, R. 8 zu Art. 10 BEHG; zum Begriff der Zweigniederlassung gemäss Art. 935 OR siehe BGE 117 II 85 Erw. 3 und 4 mit Verweisen). Um das Vorliegen einer Zweigniederlassung annehmen zu können, müssen kumulativ folgende Voraussetzungen vorliegen: Die Mitarbeiter des Effektenhändlers müssen gewerbsmässig und dauernd im Namen und für Rechnung des Effektenhändlers tätig sein sowie diesen rechtlich verpflichten.

b) aa) Im zu prüfenden Fall sind die vier beschwerdeführenden Gesellschaften im gleichen Bereich tätig. Aufgrund der Akten bestehen genügend Elemente zur Annahme einer gleichartigen Tätigkeit (Kauf und Verkauf von Optionen, vgl. die identischen Werbeunterlagen) zu gleichen Bedingungen (insbesondere durch Erhebung einer Kommission in der Höhe von 35% der Gesamttransaktionskosten) und die gleichen Gefahren für die Kunden, wie im Folgenden dargelegt wird.

bb) Die Comsal und die Comfinor bestreiten zu Unrecht ihre Unterstellung unter das Börsengesetz. Wie aus der angefochtenen Verfügung und aus den Prozessakten ersichtlich ist, haben diese beiden Gesellschaften Ende Juni 1997 erklärt, 137 respektive 89 aktive Kunden zu haben (Ende Juni 1996 waren es 107 respektive 78 aktive Kunden gewesen), auf welche unbestrittenermassen die Ausschlussgründe gemäss Art. 3 Abs. 6 BEHV keine Anwendung finden. Diese Kunden kauften die Optionen nicht direkt beim ausländischen Broker, sondern alle Transaktionen wurden durch die Gesellschaften getätigt, welche als Gegenpartei der Broker agierten. Deshalb hat die Eidg. Bankenkommision angenommen, dass diese Transaktionen im eigenen Namen für Rechnung von Dritten getätigt wurden. Gemäss den Allgemeinen Geschäftsbedingungen eröffneten die Gesellschaften für diese Kunden Konten zur Abwicklung des Effektenhandels (Einzahlungen, Käufe, Verkäufe). Aus diesen Gründen sind die Voraussetzungen des Art. 3 Abs. 5 BEHV erfüllt. Die Behauptung der Beschwerdeführer trifft nicht zu, dass die auf die Gesellschaften lautenden Konten nicht der Definition von «omnibus accounts», d.h. Kollektiv- oder Sammelkonten, entsprechen. Wie die Eidg. Bankenkommision ausführt, wurden diese Konten dazu benutzt, eine Vielzahl von Transaktionen für mehrere Kunden durchzuführen. Betreffend diesen Punkt erweisen sich die Beschwerden der Comsal und der Comfinor als unbegründet und werden abgewiesen.

cc) Die von der Comro ausgeübte Tätigkeit ist, wie aus dem Bericht der Liquidatorin vom 16. Januar 1998 ersichtlich wird, identisch mit derjenigen der Comsal und der Comfinor, mit der einzigen Ausnahme, dass die administrative Arbeit von der Finorex Dienstleistung GmbH in Wien erledigt wurde. Der Umsatz der Comro betrug 1996 CHF 5 196 000 und 1998 (bis zum 30. Juni) CHF 4 337 000. Die Höhe der erhobenen Kommissionen betrug für das Jahr 1996 CHF 1 039 000 und für das Jahr 1997 (bis zum 30. Juni) CHF 867 000. Auf der einen Seite war die Comro mit der Comsal und mit der Comfinor verbunden, da die gleichen Personen die Gesellschaften leiteten und auch weil die Comro, bevor sie in Konkurs fiel, vom gleichen Rechtsvertreter wie die beiden anderen Gesellschaften vertreten wurde. Auf der anderen Seite bestanden Beziehungen zur Finorex, da neben der Tatsache, dass sie als erstes mögliche Kunden kontaktierte und als zweites sich mit den finanziellen Aspekten der Transaktionen beschäftigte, auch hier dieselben Personen für beide Gesellschaften tätig waren (vgl. insbesondere das Kontokorrent der Finorex in der Schweiz). Auch wies der Werbeprospekt der Finorex denselben Inhalt auf wie derjenige der Comro, ausser dass dort auf die Comro verwiesen wird. Betreffend die Frage der Vertretertätigkeit erscheint die detaillierte Prüfung der Natur und der Tragweite des abgeschlossenen Vertrages vom 1. Januar 1996 zwischen den beiden Gesellschaften unnötig (vgl. «Vertriebsvereinbarung» vom 1. Januar 1996), da hier die Art der Beziehungen der Comro mit den Kunden ausschlaggebend sei. Der Behauptung der Beschwerdeführer, wonach sich die Comro auf die Vermittlung von Vertragsabschlüssen an die Finorex beschränkte, wird von den Auftragsbestätigungen auf Briefpapier der Comro, welche den Kunden zugestellt wurden, widersprochen. Der Inhalt dieses Schreibens beweist, dass der Vertrag in dem Moment abgeschlossen wurde und die Finorex nur die ausführende Tätigkeit für die Comro vornahm. Der am Ende dieses Schreibens in kleinen Buchstaben zu findende Begriff «Auftragseingangsbestätigung» lässt auch keinen anderen Schluss zu. Über die Finorex ist nichts bekannt, ausser dass sie mit der Comro

eine gemeinsame Tätigkeit ausübte und dass der Erlös auf ein Kontokorrent bei der Post in der Schweiz floss. Die Comro habe über weitere Tätigkeiten der Finorex nie Angaben gemacht, obwohl sie hierzu genügend Möglichkeiten im Verfahren, sei es vor der Vorinstanz, sei es vor Gericht, gehabt hat. Wegen den engen Beziehungen zwischen den beiden Gesellschaften und weil es sich hier einerseits um eine gewerbmässig und dauernd ausgeübte Tätigkeit handelt und andererseits die Transaktionen in der Schweiz von der Comro im Namen und auf Rechnung der Finorex abgeschlossen wurden, muss richtigerweise festgestellt werden, dass die Finorex in Zusammenarbeit mit der Comro in der Schweiz eine Effektenhandelstätigkeit ausübte. Deshalb muss das Vorliegen einer Zweigniederlassung, zumindest einer faktischen, in der Schweiz angenommen werden, welche mit der Tätigkeit der Comro übereinstimmt. Ihre Unterstellung unter das Börsengesetz ist somit gerechtfertigt gemäss Art. 39 Abs. 1 Bst. e Ziff. 1 BEHV.

dd) Die Finorex bringt vor, Optionen unter anderem auch an in der Schweiz wohnhafte Kunden zu verkaufen, jedoch keine weitere Tätigkeit auszuüben. Sie macht nicht geltend, kein Effektenhändler gemäss Art. 2 Bst. d BEHG zu sein. Vielmehr befinde sich ihr Sitz im Ausland, beschäftige sie kein Personal in der Schweiz und wolle nicht Mitglied einer Börse mit Sitz in der Schweiz werden. Deshalb benötige sie keine Bewilligung der Eidg. Bankenkommision gemäss Art. 10 Abs. 3 BEHG i.V.m. Art. 3 Abs. 1 BEHV. Auch werde sie nicht tatsächlich in der Schweiz geleitet oder wickle ihre Geschäfte ausschliesslich oder überwiegend in oder von der Schweiz aus ab. Sie sei somit nicht gezwungen, sich nach schweizerischem Recht zu organisieren und falle nicht unter die Bestimmungen betreffend schweizerische Effektenhändler (Art. 10 Abs. 4 BEHG i.V.m. Art. 38 BEHV). Deshalb habe die Eidg. Bankenkommision zu Unrecht festgestellt, dass sie eine faktische Tätigkeit in der Schweiz ausübe und dass sie in der Schweiz zumindest eine faktische Zweigniederlassung habe, für welche sie einer Bewilligung bedürfe.

Diesen Ausführungen kann nicht gefolgt werden. Die Finorex bestreitet nicht, eine Tätigkeit als Effektenhändlerin gemäss Art. 2 Bst. d BEHG auszuüben. Die Beschwerdeführerin legte ausser einer Unterlage der «Chamber of Commerce and Industry» von Aruba, einer Kopie des abgeschlossenen Vertrags mit der Comro, ihrem Werbeprospekt und den Allgemeinen Geschäftsbedingungen keine weiteren Dokumente vor, aus welchen ersichtlich geworden wäre, welche andere Tätigkeit neben denjenigen der Comro die Finorex ausübte. Aus den bereits vorhin dargelegten Gründen (vgl. Erw. 5b/cc) hat die Eidg. Bankenkommision zu Recht angenommen, dass die Finorex zumindest über eine faktische Zweigniederlassung in der Schweiz verfügte, welche mit der Tätigkeit der Comro übereinstimmte. Die engen geschäftlichen Beziehungen zwischen der Finorex und der Comro wurden zusätzlich durch Aussagen eines früheren Mitarbeiters der Comro gegenüber der Liquidatorin bekräftigt. Auch sei wiederholt (Erwägung 5b/cc), dass die Auftragsbestätigungen auf Geschäftspapier der Comro erfolgten und dass die Finorex über ein Bank- und ein Postkonto in der Schweiz verfügte, auf welche die Kunden ihre Zahlungen leisteten. Die Finorex kann deshalb nicht bestreiten, dass der Anschein erweckt wurde, dass die Comro für sie Effekten in der Schweiz gewerbsmässig und dauernd handelte und sie demzufolge über zumindest faktische Zweigniederlassung in der Schweiz verfügte, deren Tätigkeit derjenigen der Comro entsprach (vgl. Jean-Baptiste Zufferey/Alessandro Bizozero/Lorenzo Piaget, aaO., S. 51 ff.; Gérard Hertig/Urs Schuppisser, aaO., Rz. 8 zu Art. 10 BEHG). Deshalb kann die Frage offen bleiben, ob die Finorex noch weitere Tätigkeiten ausübte und ob das Volumen ihrer gesamten Geschäftstätigkeit der in der Schweiz ausgeübten Tätigkeit entsprach. Ein ausländischer Effektenhändler fällt nämlich bereits dann unter das Börsengesetz, wenn eine Zweigniederlassung in der Schweiz besteht (Art. 39 Abs. 1 Bst. a BEHV). Die Beschwerde ist daher unbegründet und wird abgewiesen.

6.– a) Nach Ansicht der Beschwerdeführer (und eines Teils der Lehre,

vgl. Manfred Küng/Felix M. Huber/Matthias Kuster, Kommentar zum Börsengesetz, 2. Band, Zürich 1998, Rz. 11 ff. zu Art. 36 BEHG) liegt der Entscheid der Auflösung und der Liquidation einer Gesellschaft nicht im Kompetenzbereich der Eidg. Bankenkommision gemäss Börsengesetz, da hierfür eine gesetzliche Grundlage fehle. Die zu prüfende Bestimmung enthalte nicht die Möglichkeit, eine juristische Person, die den Effektenhandel betreibt, ohne über die hierfür nötige Bewilligung zu verfügen, aufzulösen und zu liquidieren. Diese Massnahme sei nur in Fällen des Bewilligungsentzugs bei bereits gewährter Bewilligung entsprechend Art. 36 BEHG vorgesehen. Gemäss den Beschwerdeführern sehe Art. 35 BEHG, auf welchen sich die Verfügung stütze, keine solche Massnahme vor und stelle deshalb keine genügende gesetzliche Grundlage dar. Diese Massnahme könne auch nicht mittels einer extensiven Auslegung des Börsengesetzes gewonnen werden, da bezüglich dieses Punktes ein qualifiziertes Schweigen und nicht eine gesetzliche Lücke vorliege. Hierfür wird auf das fast zeitgleich mit dem Börsengesetz eingeführte Anlagefondsgesetz vom 18. März 1994 (AFG; SR 951.31), welches explizit in Art. 58 Abs. 2 die Auflösung eines nicht bewilligten Anlagefonds vorsieht, verwiesen. Habe der Gesetzgeber dieselbe Massnahme gegenüber Effektenhändlern vorsehen wollen, hätte diese ausdrücklich im Gesetz erwähnt werden müssen, was jedoch unterblieben sei. Aus denselben Gründen bringen die Beschwerdeführer vor, dass die angefochtene Verfügung Art. 31 BV infolge Fehlens einer gesetzlichen Grundlage verletze.

b) Die Eidg. Bankenkommision bestreitet nicht, dass sich die angefochtene Verfügung auf Art. 35 BEHG stütze, doch sei per Analogie auch Art. 36 BEHG anwendbar. Das Börsengesetz zähle nicht alle möglichen Massnahmen auf, die sie treffen könne, und bei den in Art. 35 Abs. 3 Bst. a und b BEHG explizit aufgezählten Massnahmen handle es sich um solche besonderer Art. Die Aufzählung in Art. 35 BEHG sei nicht abschliessend und die Verfügung der Liquidation eines nicht bewilligten Effektenhändlers stelle in solchen Fällen keine unge-

wöhnliche Massnahme einer Aufsichtsbehörde zur Wiederherstellung des gesetzlichen Zustandes dar. Ein anderer Entscheid hätte zur Folge, dass eine nicht bewilligte Tätigkeit, welche sowohl für das Publikum wie für den Finanzplatz Schweiz in starkem Masse gefährlich sei, nicht mehr verboten werden könnte. Zudem entsprächen die Art. 35 und 36 BEHG den Art. 23^{bis} und 23^{quinquies} des Bankengesetzes, weshalb die eigene Praxis sowie die Rechtsprechung des Bundesgerichts in Sachen Massnahmen bei nicht bewilligten Gesellschaften, welche eine Banktätigkeit ausüben, mutatis mutandis auf die Effekthändler anwendbar seien. Gemäss Praxis des Bundesgerichts würden ihr die Art. 23^{bis} ff. BankG erlauben, die nötigen Vorkehrungen zur Wiederherstellung des gesetzlichen Zustandes zu treffen. Auch verfüge sie über einen grossen Ermessensspielraum in der Wahl der zu treffenden Massnahmen zur Erreichung des gesetzlichen Zwecks, insbesondere im Bereiche des Schutzes der Gläubigerinteressen.

c) Gemäss Art. 35 BEHG trifft die Aufsichtsbehörde die zum Vollzug des Gesetzes und seiner Ausführungsbestimmungen notwendigen Verfügungen und überwacht die Einhaltung der gesetzlichen und reglementarischen Vorschriften (Abs. 1). Erhält die Aufsichtsbehörde Kenntnis von Verletzungen des Gesetzes oder von sonstigen Missständen, so sorgt sie für die Wiederherstellung des ordnungsgemässen Zustandes und für die Beseitigung der Missstände. Sie trifft die dazu notwendigen Verfügungen (Abs. 3, erster und zweiter Satz). Sie kann (Abs. 3, dritter Satz) einem Effekthändler für kurze Zeit alle Rechtsgeschäfte und Zahlungen sowie Zahlungen an ihn untersagen, sofern eine Gefahr für seine Gläubiger droht (Bst. a); sie kann Personen, die als verantwortliche Mitarbeiter eines Effekthändlers den Effekthandel betreiben und dieses Gesetz, die Ausführungsvorschriften oder die betriebsinternen Vorschriften grob verletzen, die Tätigkeit im Effekthandel dauernd oder vorübergehend verbieten (Bst. b). Gemäss Art. 36 BEHG entzieht die Aufsichtsbehörde einer Börse und einem Effekthändler die Bewilligung, wenn sie die Voraussetzungen hiefür

nicht mehr erfüllen oder ihre gesetzlichen Pflichten oder ihre betriebsinternen Vorschriften grob verletzen (Abs. 1). Der Entzug der Bewilligung bewirkt bei juristischen Personen sowie bei Kollektiv- und Kommanditgesellschaften die Auflösung und bei Einzelfirmen die Löschung im Handelsregister. Die Aufsichtsbehörde bezeichnet den Liquidator und überwacht seine Tätigkeit. Bei Effektenhändlern, welche auch dem Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen unterstehen, kann die Aufsichtsbehörde auf die Auflösung verzichten, sofern die Bewilligung zur Geschäftstätigkeit als Bank nicht ebenfalls entzogen werden muss (Abs. 2).

d) In einem gesetzlichen Text besteht eine Lücke, welche gemäss Art. 1 Abs. 2 ZGB durch den Richter gefüllt werden muss, wenn der Gesetzgeber etwas zu regeln unterlassen hat, was er hätte regeln sollen, und dem Gesetz weder nach seinem Wortlaut noch nach dem durch Auslegung zu ermittelnden Inhalt einer Vorschrift entnommen werden kann (echte Lücke; vgl. BGE 117 III 3 Erw. 2b mit Verweisen) oder wenn infolge einer Inkonsequenz des Gesetzgebers etwas nicht geregelt wurde, dessen Lösung aus dem Sinn und Zweck des Gesetzes abgeleitet werden kann. Hingegen kann der Richter das Schweigen des Gesetzes nicht ersetzen, wenn die Lücke vom Gesetzgeber gewollt war (qualifiziertes Schweigen) und einer negativen Norm entspricht oder wenn das Versäumnis im Fehlen einer wünschenswerten Regel liegt (unechte Lücke), da in einem solchen Fall der Gesetzgeber ersetzt würde; der Richter kann jedoch bei Rechtsmissbrauch oder bei Vorliegen einer Verfassungsverletzung den Sinn der Norm ändern (BGE 124 V 271 Erw. 2a, 346 Erw. 3b/aa und entsprechende Verweise).

Gemäss der Rechtsprechung des Bundesgerichtes ist ein Gesetz zunächst aufgrund des Wortlautes zu interpretieren (grammatikalische Auslegung). Ist der Gesetzestext unklar oder lässt er verschiedene Deutungen zu, muss nach seiner wahren Tragweite gesucht werden unter Berücksichtigung weiterer Auslegungselemente, wie namentlich

der Bedeutung, die der Norm im Kontext mit anderen Bestimmungen zukommt (systematische Auslegung), ihres Zwecks (teleologische Auslegung) und der Entstehungsgeschichte der Norm (historische Auslegung; BGE 124 II 193 Erw. 5a und 5c, 241 Erw. 3, 265 Erw. 3a, 372 Erw. 5; 124 V 185 Erw. 3a; 123 II 595 Erw. 4a und entsprechende Verweise). Ist der Gesetzestext klar, kann sich die anwendende Behörde von dessen Anwendung nur distanzieren, wenn gewichtige Gründe für die Annahme bestehen, dass die Norm nicht den wahren Sinn der Norm reflektiere. Ähnliche Gründe können aus der Entstehungsgeschichte, aus dem Zweck der Norm sowie aus der Bedeutung, die der Norm im Kontext mit anderen Bestimmungen zukommt, resultieren (BGE 124 II 265 Erw. 3a; BGE 124 V 185 Erw. 3a mit entsprechenden Verweisen).

e) Es trifft zu, dass Art. 35 BEHG nicht explizit vorsieht, dass eine juristische Person, die über die notwendige Bewilligung nicht verfügt, aufgelöst und liquidiert werden kann, und dass Art. 36 BEHG nur den Entzug bereits erteilter Bewilligungen und deren Folgen regelt. In der Botschaft zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993 (Botschaft; BBl 1993 I 1077 ff., insbesondere S. 1134) werden als mögliches Vorgehen gegen unbewilligte Effekthändler nur die Massnahmen des Art. 35 BEHG erwähnt. Doch liegt hier entgegen der Auffassung der Beschwerdeführer nicht ein qualifiziertes Schweigen, sondern eine echte Lücke vor, die mittels analoger Anwendung der von der Praxis zum Bankengesetz entwickelten Kriterien gefüllt werden kann, insbesondere betreffend die möglichen Massnahmen gegen unbewilligte Gesellschaften. In der Botschaft (vgl. BBl 1993 I 1077 ff., insbesondere S. 1128 ff.), in den Materialien (vgl. z.B. Amtl. Bull. StR 1993, S. 998 ff., insbesondere S. 999, 1010, 1011, 1013; Amtl. Bull. NR 1994 S. 1076) sowie im Gesetz (vgl. Art. 34 BEHG) gibt es viele Verweise auf das Bankengesetz, insbesondere betreffend eine analoge Anwendung von im Bankengesetz entwickelten Kriterien. Deshalb kann festgestellt werden, dass sich

das Börsengesetz beim Bankengesetz inspiriert hat, auch wenn dies nicht explizit bei jedem Gesetzesartikel erwähnt wird. Obwohl das Börsengesetz dem Anlagefondsgesetz zeitlich näher steht als dem Bankengesetz, besteht auf der materiellen Ebene eine direkte Verbindung zwischen dem Börsen- und dem Bankengesetz betreffend Inhalt, Sinn und Zweck. Nicht zuletzt muss der Umstand beachtet werden, dass der Effektenhandel hauptsächlich durch Banken betrieben wird (vgl. Botschaft, S. 1128). Aufgrund dieser Elemente und aufgrund des Umstandes, dass die Aufsichtsbehörde die notwendigen Massnahmen in Anwendung des Gesetzes (Art. 35 Abs. 3 BEHG) treffen muss, muss gefolgert werden, dass die Eidg. Bankenkommision analog der Kriterien aus dem Bankenbereich die in Art. 36 BEHG vorgesehenen Massnahmen auch gegenüber nicht bewilligten Effektenhändlern treffen kann (vgl. auch Tomas Poledna in: Kommentar zum Schweizerischen Kapitalmarktrecht, Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel [Börsengesetz, BEHG], Band 5, Basel 1999, Art. 36 BEHG Rz. 2). Im Übrigen würde die Annahme der Beschwerdeführer dazu führen, dass die Aufsichtsbehörde nur gegenüber bewilligten juristischen Personen intervenieren könnte, jedoch über keine effizienten Massnahmen gegenüber unerlaubten Gesellschaften, und somit für das Publikum sowie für den Finanzplatz Schweiz gefährlicheren Unternehmen, verfügen würde, was dem Sinn und Zweck des Gesetzgebers widersprechen würde (vgl. Art. 1 BEHG). Auch in diesem Punkt erweisen sich die Beschwerden als unbegründet und werden verworfen. Die Rechtsmittel finden betreffend die behauptete Verletzung von Art. 31 BV, insbesondere in Bezug auf die fehlende gesetzliche Grundlage, aus den oben dargelegten Gründen, keine Beachtung.

7.– Die Beschwerdeführer bestreiten die Annahme der Eidg. Bankenkommision, gemäss welcher die Gesellschaften die Verhaltensregeln gemäss Art. 11 BEHG verletzt hätten und deshalb keine Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit gemäss Art. 10 Abs. 2 Bst. d

BEHG böten. Auch in diesen Punkten können die Beschwerden die Argumentation der angefochtenen Verfügung nicht entkräften.

a) Die Informationspflicht gemäss Art. 11 Abs. 1 Bst. a BEHG beinhaltet, dass der Effektenhändler seine Kunden insbesondere auf die mit einer bestimmten Geschäftsart verbundenen Risiken hinweist. Auch wenn in den Werbeunterlagen, in den Allgemeinen Geschäftsbedingungen und in den weiteren von den Kunden unterzeichneten Unterlagen explizit auf die grossen Gefahren im Optionshandel sowie auf die Erhebung einer Kommission in der Höhe von 35% des Gesamttransaktionspreises der Optionen hingewiesen wird, kann die Tatsache nicht vernachlässigt werden, wie auch aus den Akten ersichtlich wird, dass während den einleitenden Telefonaten mit potentiellen Kunden, welche in der Regel im Bereich des Optionshandels völlig unerfahren waren, die Verlustrisiken im Zusammenhang mit den Investitionen verkleinert, untertrieben oder gar verschwiegen wurden. Die Kunden wurden durch das Hervorheben der möglichen Gewinne dazu gebracht, Verträge über hochspekulative Transaktionen abzuschliessen, und dies ohne Beachtung deren finanzieller Situation. Wie aus den Akten hervorgeht, waren die potentiellen Kunden auch einem gewissen Druck unterworfen, da diese etwa zwei bis drei Stunden nach Erhalt der Unterlagen der Gesellschaft telefonisch kontaktiert wurden. Somit verfügten diese nicht über die nötige Zeit, um sich vor dem Kauf genügend informieren zu können. Zu erwähnen ist weiter, dass die Mitarbeiter der Gesellschaften nicht über die nötigen beruflichen Qualifikationen verfügten (die technischen Kenntnisse waren schlecht oder gar nicht vorhanden). Dies wird von den beschwerdeführenden Gesellschaften auch nicht bestritten, da diese einräumen, dass sie qualifiziertes Personal hätten einstellen können. Somit konnten diese der Kundschaft die benötigten Informationen nicht geben.

b) Die Sorgfaltspflicht gemäss Art. 11 Abs. 1 Bst. b BEHG beinhaltet, dass der Effektenhändler insbesondere sicherstellt, dass die Auf-

träge seiner Kunden bestmöglich erfüllt werden und diese die Abwicklung seiner Geschäfte nachvollziehen können. In diesem Punkt kann den Ausführungen der Eidg. Bankenkommision gefolgt werden, die auch durch die Akten gestützt werden. Da die Beschwerdeführer keine überzeugenden Erklärungen vorbringen können, kann man sich hier auf die Feststellung beschränken, dass die Kunden Schwierigkeiten hatten, den Verlauf der eigenen Investitionen zu verfolgen, dass sie in der Regel auch nicht darüber informiert wurden, dass ihre Aufträge nicht immer ausgeführt wurden, und dass die Auftragsdurchführung und die hierzu gegebenen Informationen unklar waren.

c) Die Treuepflicht gemäss Art. 11 Abs. 1 Bst. c BEHG sieht vor, dass der Effektenhändler insbesondere sicherstellt, dass allfällige Interessenkonflikte seine Kunden nicht benachteiligen. Die Beachtung dieser Pflicht wird unter dem Aspekt der Kommissionserhebung geprüft, was hier nicht bestritten wird. Diesbezüglich kann den Ausführungen der Eidg. Bankenkommision gefolgt werden, gemäss welchen die erhobenen Kommissionen in der Höhe von 35% der Gesamtkosten der Optionen nicht gerechtfertigt waren, da keine besonderen Leistungen erbracht wurden. Die Beschwerdeführer konnten diesbezüglich keine gegenteiligen Beweise erbringen. Zudem erscheinen diese Kommissionen im Vergleich mit denjenigen anderer Institute oder Effektenhändler völlig unverhältnismässig. Der diesbezügliche Einwand der Beschwerdeführer, dass die angefügten Beispiele nicht vergleichbar seien, da Banken über eine andere Organisation verfügen würden und auch der Tätigkeitsbereich verschieden sei, ist abzulehnen. Die beiden Tätigkeitsbereiche sind nämlich einander sehr nahe, weshalb ein Vergleich möglich ist. Zudem ist zu beachten, dass ein grosser Teil der Effektenhändler Banken sind. Zudem werden hier die grossen Differenzen nicht durch besondere Leistungen oder durch eine bessere Qualität derselben gerechtfertigt (vgl. Erw. 7a). Die beschwerdeführenden Gesellschaften verfügten weder über Spezialisten im Bereich des Options- und Commoditieshandels noch über eine

adäquate Organisation und kompetentes Personal. Die Auswahl der angebotenen Optionen war nicht Resultat einer sorgfältigen Wahl gemäss professionellen Kriterien oder Strategien. Auch waren die Hinweise auf die Höhe der Kommissionen in den Verträgen und in den Bestätigungen nicht entscheidend, da die Kundschaft der Gesellschaften nicht über die nötigen Fachkenntnisse verfügte, um das Missverhältnis und die Folgen der hohen Kosten der Optionen zu beurteilen. Auch verhinderten diese Beträge sowohl ein vernünftiges Wachstum der Anfangsinvestition und konnten auch einen gewichtigen Verlust nicht ersparen. Diese Aussage wird durch die Akten bekräftigt und konnte durch die Beschwerdeführer nicht durch Beweiserbringung widerlegt werden. Deshalb überzeugen die Ausführungen der Eidg. Bankkommission zu den wichtigen negativen Auswirkungen der Kommissionen. Diese führten gemäss einer Statistik des Inspektorates der Tessiner Treuhänder auf der Basis von 26 Kunden in der betrachteten Zeitspanne zu einem durchschnittlichen Jahresverlust von 81%. Aufgrund des oben Gesagten wurde die Treuepflicht gemäss Art. 11 Abs. 1 Bst. c BEHG durch die Beschwerdeführer verletzt, weshalb auf eine Prüfung der Frage der Retrozessionen verzichtet werden kann.

Es kann festgehalten werden, dass die Eidg. Bankkommission zu Recht eine Verletzung der Verhaltensnorm gemäss Art. 11 BEHG durch die beschwerdeführenden Gesellschaften festgestellt hat. Gemäss Botenschaft (vgl. BBl 1993 I 1114 ff.) hat diese Norm eine zentrale Bedeutung im Zusammenhang mit dem Zweck des Gesetzes, weshalb deren Beachtung mit grosser Strenge zu prüfen ist.

d) Die Eidg. Bankkommission hat zu Recht festgestellt, dass den beschwerdeführenden Gesellschaften die Gewähr für eine einwandfreie Tätigkeit abzusprechen ist (Art. 10 Abs. 2 Bst. d BEHG). Hinzu kommen die weiteren festgestellten Mängel (unqualifiziertes Personal, mangelhafte Organisation, ungenügendes Aktienkapital), welche die beschwerdeführenden Gesellschaften nicht entkräften konnten. Somit

kann gefolgert werden, dass die Voraussetzungen von Art. 10 Abs. 2 BEHG, die für die Erhaltung einer Bewilligung erfüllt sein müssen, hier offensichtlich nicht erfüllt waren.

e) Die Beschwerden sind in diesen Punkten unbegründet und werden demzufolge abgewiesen.

Arrêt de la II^e Cour de droit public du Tribunal fédéral du 24 novembre 1999 dans la cause «Equity Journal»¹

Art. 38 al. 2 LBVM, autorité de surveillance du commerce des valeurs mobilières; art. 38 al. 2 let. c LBVM, secret de fonction; art. 38 al. 2 let. a et c LBVM, spécialité et retransmission; art. 38 al. 3 LBVM, tiers non impliqué et proportionnalité de l'entraide.

1. *La SEC est une autorité à laquelle l'entraide administrative peut en principe être accordée (consid. 2b). Cette autorité a le choix entre l'entraide judiciaire en matière pénale et l'entraide administrative internationale (consid. 2c).*
2. *La CFB doit clarifier et évaluer le risque que des informations soient dévoilées au public en vertu du «Freedom of Information Act» (consid. 3).*
3. *La CFB est invitée à obtenir des explications complémentaires sur l'utilisation des informations requises, précisant le type de procédures, leur objet et les règles applicables (consid. 4).*
4. *Un rapport direct et réel entre un titulaire de compte et une infraction suffit pour exclure la qualité de tiers non-impliqué (consid. 5c); la question de savoir si les informations sont nécessaires ou simplement utiles à la procédure est laissée à l'appréciation des autorités requérantes. L'entraide ne peut être refusée que si les actes requis sont sans rapport avec l'infraction poursuivie (consid. 5d).*

¹ Le résumé des faits et les chapeaux ont été rédigés par la rédaction du Bulletin CFB. Cet arrêt n'a pas été publié dans le recueil officiel des arrêts du Tribunal fédéral.

Art. 38. Abs. 2 BEHG, Aufsichtsbehörde über Börsen und Märkte; Art. 38. Abs. 2 Bst. c BEHG, Amtsgeheimnis; Art. 38 Abs. 2 Bst. a und c BEHG, Spezialitätsprinzip und Weiterleitung; Art. 38 Abs. 3 BEHG, unbeteiligter Dritter und Verhältnismässigkeit der Amtshilfe.

1. *Die SEC ist eine Aufsichtsbehörde, der grundsätzlich Amtshilfe geleistet werden kann (Erw. 2b). Diese Behörde kann zwischen Rechtshilfe in Strafsachen und Amtshilfe wählen (Erw. 2c).*
2. *Die EBK muss das Risiko abklären und abschätzen, dass Informationen aufgrund des «Freedom of Information Act» dem Publikum zugänglich gemacht werden (Erw. 3).*
3. *Die EBK wird eingeladen, zusätzliche Erklärungen bezüglich des Gebrauchs der verlangten Informationen einzuholen, namentlich in Bezug auf die Art der Verfahren, ihren Gegenstand und die anwendbaren Bestimmungen (Erw. 4).*
4. *Eine direkte und tatsächliche Beziehung zwischen einem Kontoinhaber und einer Widerhandlung genügt, um die Eigenschaft als unbeteiligter Dritter auszuschliessen (Erw. 5c); die Beantwortung der Frage, ob die Informationen notwendig oder einfach nützlich für das Verfahren sind, wird den ersuchenden Behörden überlassen. Die Amtshilfe kann nur verweigert werden, wenn die verlangten Akten keinen Zusammenhang mit der verfolgten Straftat aufweisen (Erw. 5d).*

Résumé des faits:

La SEC américaine a présenté une requête d'entraide administrative pour les besoins d'une enquête ouverte à l'encontre d'un ressortissant américain soupçonné de violation du «Securities Act» par le fait d'avoir recommandé dans une lettre d'information «Equity Journal» des titres et d'avoir obtenu une rétribution à raison de cette recommandation sans l'avoir rendue publique.

Le 14 décembre 1998, la Commission fédérale a décidé de transmettre

à la SEC les documents remis par la banque. Agissant par la voie du recours de droit administratif, la société E. Ltd demande au Tribunal fédéral d'annuler cette décision. Le Tribunal fédéral admet partiellement le recours et annule la décision attaquée en tant qu'elle autorise, en l'état du dossier, la transmission des informations à la SEC.

Extrait des considérants:

2.– La recourante soutient que, sous le couvert de l'entraide administrative, la SEC conduirait en réalité une enquête de nature pénale à l'encontre de R.; la décision attaquée constituerait ainsi un contournement de la procédure régie par le Traité. Tel qu'il est formulé, ce grief recoupe celui tiré de l'art. 38 al. 2 lettre a LBVM, à teneur duquel la Commission fédérale ne peut communiquer des informations et des documents à l'autorité étrangère de surveillance des bourses et du commerce des valeurs mobilières que si cette autorité utilise ces informations et ces documents à des fins de surveillance directe des bourses et du commerce des valeurs mobilières.

a) Pour que l'entraide administrative soit accordée en application de l'art. 38 LBVM, il faut que l'autorité étrangère exerce des tâches de surveillance du marché analogues à celles dévolues à la Commission fédérale par la LBVM (cf. art. 38 al. 2 lettre a LBVM). Que cette autorité puisse en outre, selon le résultat de ses investigations, signaler à l'autorité compétente la commission d'un éventuel délit et lui communiquer le résultat de son enquête, n'exclut pas pour autant l'octroi de l'entraide administrative par la Commission fédérale (ATF 125 II 65 consid. 5b p. 72/73). La qualité d'autorité au sens de l'art. 38 al. 2 lettre a LBVM a été reconnue notamment au «Securities and Investment Board» britannique (cf. la décision de la Commission fédérale du 10 décembre 1997, reproduite in: Bulletin CFB 36/1998 p. 25 ss), au «Department for Trade and Industry» britannique (arrêt non publié von E. du 25 janvier 1999²), au «Bundesaufsichtsamt über den Wertpapier-

² Reproduit en partie in: Bulletin CFB 38/1999 p. 33 ss.

handel» allemand (ATF 125 II 65 consid. 4 p. 71/72) et à la «Comisión Nacional del Mercado de Valores» espagnole (arrêt non publié S. du 29 octobre 1998³). La jurisprudence n'a pas encore eu l'occasion de dire ce qu'il en était de la SEC.

b) La SEC est composée de cinq membres nommés par le Président des Etats-Unis avec l'accord du Sénat (art. 4 [a] du Securities Exchange Act). Le Securities Act régit les conditions d'émission des titres sur le marché et le fonctionnement de celui-ci. Le Securities Exchange Act régleme le commerce de ces titres, assimilables à des valeurs mobilières. Dans l'accomplissement de ses tâches d'exécution, la SEC peut ordonner toutes les mesures d'enquête nécessaires pour assurer l'application correcte de la loi; elle dispose à cet égard du droit d'administrer des preuves et de requérir la production des documents nécessaires (art. 19 [b] du Securities Act; art. 10A [a], [b] et [d] du Securities Exchange Act). La SEC est compétente pour ouvrir des enquêtes lorsqu'elle a connaissance d'une violation de la loi (art. 20 [a] du Securities Act et art. 21 [a] [1] du Securities Exchange Act). Elle peut demander aux tribunaux d'ordonner la cessation de faits illicites («cease-and-desist») et dénoncer au Ministère public («Attorney General») les faits qui pourraient constituer une infraction aux lois pénales des Etats-Unis (art. 20 [b] du Securities Act). La SEC peut en outre décerner des mandats de comparution, ordonner la production de pièces, l'audition de témoins et agir devant les tribunaux en vue d'infliger des amendes aux contrevenants (art. 20 [c], [d], [e] et [f] du Securities Act; art. 21 [b], [c], [d] et [e] du Securities Exchange Act; cf. aussi l'art. 21A du Securities Exchange Act pour ce qui concerne le délit d'initié). La violation de la loi peut entraîner des peines d'amendes ou de privation de liberté (art. 24 du Securities Act et 32 du Securities Exchange Act).

Sur le vu de ces normes, il ne fait aucun doute que la SEC est une autorité de surveillance du marché des valeurs mobilières au sens de

³ Reproduit en partie in: Bulletin CFB 37/1999 p. 21 ss.

l'art. 38 al. 2 lettre a LBVM, à laquelle l'entraide administrative régie par la LBVM peut en principe être prêtée (cf. Thierry Amy, *Entraide administrative internationale en matière bancaire, boursière et financière*, thèse Genève 1998, reproduite in: *Etudes suisses de droit bancaire*, Zurich, 1998, p. 154–160).

c) Le Traité règle l'entraide judiciaire que s'accordent la Suisse et les Etats-Unis pour les besoins d'enquêtes ou de procédures judiciaires relatives à des infractions dont la répression tombe sous la juridiction de l'Etat requérant ou de l'un de ses Etats membres (art. 1 al. 1 lettre a du Traité). Le Traité confère toutefois aux autorités compétentes des deux Etats la faculté de convenir que l'entraide judiciaire au sens du Traité puisse aussi être accordée dans des procédures administratives complémentaires relatives à des mesures pouvant être prises contre l'auteur d'une infraction visée par le Traité, ces accords devant faire l'objet d'un échange de notes diplomatiques (art. 1 al. 3 du Traité). Selon l'échange de notes du 3 novembre 1993 (RS 0.351.933.66) fondé sur cette disposition, la Suisse et les Etats-Unis sont convenus que l'entraide judiciaire prêtée sur la base du Traité pouvait aussi être accordée pour le besoin d'enquêtes conduites notamment par la SEC concernant des infractions commises en relation avec l'offre, l'achat et la vente de valeurs mobilières et des délits d'initiés. Selon une jurisprudence constante, l'entraide judiciaire peut être accordée à la SEC, en application de l'art. 1 al. 3 du Traité mis en relation avec cet échange de notes, à condition que la SEC soit habilitée à transmettre la cause à l'autorité compétente aux Etats-Unis pour ouvrir l'action pénale (ATF 120 Ib 251 consid. 4 p. 253; pour la période antérieure à l'échange de notes du 3 novembre 1993: ATF 118 Ib 547 consid. 2 p. 550/551; 115 Ib 186 consid. 3 p. 191; 109 Ib 47 consid. 3a p. 50/51; cf. en outre la jurisprudence non publiée citée par Robert Zimmermann, *La coopération judiciaire internationale en matière pénale*, Berne, 1999, n° 334 n. 53). Il suffit que les renseignements transmis à la SEC dans ce cadre soient de nature à faciliter

des investigations pouvant, le cas échéant, étayer une accusation pénale.

En se fondant sur le fait que la SEC ne saisirait le juge pénal que dans un nombre restreint de cas – la plupart des procédures se terminant par une transaction –, certains auteurs ont émis la crainte de voir la SEC obtenir de la Suisse une entraide pénale sous couvert de l'entraide administrative, contournant ainsi les prescriptions du Traité (cf. Riccardo Sansonetti, *L'entraide administrative internationale dans la surveillance des marchés financiers*, thèse Genève 1998, reproduite in: *Etudes suisses de droit bancaire*, Zurich, 1998, p. 304; Amy, op. cit., p. 482–486). Cette critique n'est pas décisive: selon le critère défini par la jurisprudence qui vient d'être rappelée – et dont il n'y a pas lieu de se départir en l'espèce – il suffit que la SEC puisse dénoncer les faits au juge pénal et lui communiquer les résultats de son enquête. Que la SEC ne le fasse pas en fin de compte, pour une raison ou pour une autre, est indifférent à cet égard.

Cela étant, on peut se demander si l'entrée en vigueur de la LBVM, donnant désormais une base légale à l'entraide administrative prêtée par la Commission fédérale selon l'art. 38 LBVM, ne justifierait pas de repenser, pour ce qui concerne les tâches entrant dans le cadre des relations entre la SEC et la Commission fédérale, l'échange de notes du 3 novembre 1993, comme ce document en évoque lui-même ouvertement la possibilité (échange de vues du 3 novembre 1993, avant-dernier paragraphe, p. 3/4).

En l'état, il faut constater qu'au regard du Traité et de l'art. 38 LBVM, la SEC dispose parallèlement de deux voies pour requérir la coopération des autorités suisses. Cette situation découle des choix opérés lors de la conclusion du Traité et de l'adoption de la LBVM. L'essentiel est que, comme le législateur l'a voulu, l'entraide administrative ne soit pas utilisée pour contourner les règles applicables à l'entraide judi-

ciaire (arrêt B. du 30 août 1999, consid. 3b et 4⁴). La Commission fédérale doit ainsi veiller à ce que la SEC, dans les cas où celle-ci envisagerait de transmettre l'affaire au Ministère public, ne le fasse pas sans avoir requis et obtenu l'accord préalable de la Commission fédérale. Il faut en outre que la SEC donne toutes les garanties nécessaires pour être en mesure de se conformer, le cas échéant, à une décision négative sur ce point. Enfin, toutes les conditions de l'entraide judiciaire en matière pénale, telles qu'elles sont définies par le Traité, doivent être remplies en pareil cas (arrêt du 30 août 1999, précité, consid. 3 et 4; art. 38 al. 2 lettre c LBVM; cf. consid. 4a ci-dessous).

d) En l'espèce, la SEC ne saurait encourir le reproche d'avoir demandé l'entraide administrative en vue d'éluider les prescriptions régissant l'entraide judiciaire pénale. Au stade qui était le sien au moment de la présentation de la demande, la procédure ouverte aux Etats-Unis contre R. n'avait pas permis à la SEC de rassembler des éléments suffisamment précis et concordants pour dénoncer au juge pénal R. comme accusé d'infraction à l'art. 17 (b) du Securities Act. La preuve de la collusion entre les émetteurs de titres et R. n'est pas établie, pas davantage que le motif exact des versements effectués par la recourante en faveur de R.. De même, il n'est pas exclu, selon la demande elle-même, que d'autres personnes aient participé à l'opération, sans que ce fait soit confirmé, ni le rôle de chacun des protagonistes éclairci. Dans sa prise de position du 20 novembre 1998, la Banque signale en outre la possibilité que d'autres versements aient été effectués au profit de la recourante, en lien avec R. C'est d'ailleurs précisément dans le but de clarifier l'ensemble des tenants et aboutissants de l'affaire que la SEC a demandé l'entraide administrative à la Suisse. Aucun élément ne permet en l'état d'affirmer, comme le fait la recourante sans autre indication précise, que les autorités américaines détiendraient d'ores et déjà tous les éléments nécessaires pour ouvrir l'action pénale contre R. Il faut donc en conclure que c'est bien dans

⁴ ATF 125 II 450, Bulletin CFB 38 p. 39 ss.

un but de surveillance du marché des valeurs mobilières que la SEC est intervenue en l'occurrence.

3.- Aux termes de l'art. 38 al. 2 lettre b LBVM, la Commission fédérale peut transmettre aux autorités étrangères de surveillance des bourses et du commerce des valeurs mobilières des informations et des documents liés à l'affaire, non accessibles au public, seulement si ces autorités sont liées par le secret de fonction et le secret professionnel.

a) Selon la règle 0-4 prise en application du Securities Exchange Act (Rule 0-4 des «General Rules and Regulations promulgated under the Securities Exchange Act»), les informations et documents obtenus par les agents de la SEC dans le cadre d'enquêtes ouvertes notamment en application de l'art. 21 (a) du Securities Exchange Act, sont confidentiels. Une violation de cette norme est passible d'une amende d'un montant maximal de 1000 000 USD ou d'une peine privative de liberté allant jusqu'à dix ans de réclusion (art. 32 [a] du Securities Exchange Act). Sous cet aspect, la condition de l'art. 38 al. 2 lettre b LBVM est remplie.

b) La règle de la confidentialité consacre, dans le domaine de l'entraide administrative, la protection des données et constitue également un aspect du principe de la spécialité: si les documents et informations communiqués par la Commission fédérale sont immédiatement et intégralement accessibles au public, y compris aux représentants d'autres autorités que celles auxquelles l'entraide administrative a été accordée, le principe de la spécialité serait vidé de toute substance.

Aux Etats-Unis, les documents et informations en main de la SEC – dont les auditions sont publiques (art. 21 du Securities Act et art. 22 du Securities Exchange Act) – sont en principe librement accessibles au public (art. 24 [a] du Securities Exchange Act, mis en relation avec le

«Freedom of Information Act» formant l'art. 552 du Titre 5 du Code des Etats-Unis). Toutefois, l'art. 24 (d) du Securities Act prévoit une exception à cette règle, comme le permet l'art. 552 (b) (3) (B) du Titre 5 du Code des Etats-Unis (cf. art. 24 [d] [2] in fine du Securities Exchange Act). Cette exception vise le cas où la SEC reçoit des documents et informations de la part d'une autorité de surveillance étrangère et que celle-ci peut démontrer de manière raisonnable que le fait de rendre publics ces documents et informations violerait son propre droit (art. 24 [d] [1] du Securities Exchange Act). Dans sa déclaration du 17 novembre 1997, la SEC a émis l'opinion que cette norme lui donne les moyens de s'opposer à toute divulgation intempestive des documents et informations communiqués par la Commission fédérale.

On peut se demander si cet avis optimiste peut être considéré comme suffisant au regard de l'art. 38 al. 2 lettre b LBVM. En effet, il semble que la décision de la SEC excluant la publicité des documents et informations en question puisse faire l'objet d'un recours selon l'art. 25 (a) (1) du Securities Exchange Act. Si tel devait être le cas, le risque de voir l'autorité de recours annuler la décision inférieure et rétablir la publicité de la procédure ne saurait être sous-estimé. Il conviendrait que la Commission fédérale, avant de transmettre les documents requis, exige de la SEC une clarification sur l'organisation des voies de droit américaines dans ce domaine. Si la possibilité d'un contrôle judiciaire des décisions de la SEC sur ce point devait être confirmée, il y aurait lieu de procéder à une évaluation plus précise du risque de dévoilement prématuré des informations transmises, sur le vu de la pratique et de la jurisprudence des autorités américaines. Un complément à l'accord du 17 novembre 1997 sur ce point pourrait paraître utile.

Faute de précisions à ce sujet, la transmission des documents et informations recueillis par la Commission fédérale auprès de la banque est impossible, du moins en l'état.

4.– Aux termes de l’art. 38 al. 2 lettre c LBVM, les autorités suisses ne transmettent les informations reçues à des autorités compétentes et à des organismes ayant des fonctions de surveillance dictées par l’intérêt public qu’avec l’assentiment préalable de l’autorité de surveillance suisse ou en vertu d’une autorisation générale contenue dans un traité international; lorsque l’entraide judiciaire en matière pénale est exclue, aucune information ne peut être transmise à des autorités pénales; l’autorité de surveillance décide en accord avec l’Office fédéral de la police.

a) L’art. 38 al. 2 LBVM poursuit l’objectif de faciliter l’entraide administrative dans toute la mesure compatible avec le respect des conditions de l’entraide judiciaire, lesquelles ne doivent pas être contournées. Les restrictions apportées à la transmission ultérieure des renseignements communiqués par la Suisse obligent concrètement la Commission fédérale à ne pas perdre le contrôle des informations transmises, après leur communication (principe dit du «long bras»; «Prinzip der langen Hand»; ATF 125 II 65 consid. 9a p. 75/76; arrêt du 30 août 1999, précité, consid. 3b). La Commission fédérale dispose à cet égard d’une certaine latitude. Elle peut donner immédiatement son consentement à la transmission ultérieure («Weiterleitung an Zweitempfänger»), lorsque l’autorité étrangère le demande d’emblée. Cela présuppose toutefois que les investigations de l’autorité étrangère de surveillance sont suffisamment avancées pour que toutes les garanties requises pour une transmission ultérieure soient données au moment de la présentation de la demande. La Commission fédérale peut aussi, comme en l’espèce, réserver son consentement à une transmission ultérieure. Elle peut enfin exiger de l’autorité étrangère qu’elle lui donne l’assurance expresse de ne pas communiquer les renseignements fournis sans son assentiment préalable (cf. ATF 125 II 65 consid. 9b/aa). La jurisprudence exige que les garanties fournies par l’autorité étrangère puissent assurer effectivement, de la part de l’autorité étrangère, le respect du principe de la spécialité. Que celle-ci s’engage

à mettre en œuvre tous les moyens à sa disposition pour s'opposer à une divulgation intempestive des informations obtenues peut suffire, pour autant que l'autorité étrangère soit effectivement en mesure, au regard des dispositions de son droit interne, de garantir le respect du principe de la spécialité; à défaut, la Commission fédérale doit refuser l'entraide administrative (arrêt du 30 août 1999, précité, consid. 3b et c destiné à la publication, ainsi que les références citées). En outre, toute transmission par le second destinataire à un tiers («Drittempfänger») est exclue.

b) Pour considérer que ces conditions étaient remplies et autoriser la SEC à transmettre à d'autres autorités américaines les documents et renseignements fournis, sous réserve de son assentiment préalable (ch. 3 du dispositif de la décision attaquée), la Commission fédérale s'est appuyée sur la déclaration du 17 novembre 1997, confirmant l'accord passé entre ces deux autorités.

Ce document émanant du Président de la SEC, Arthur Levitt, est adressé au Président de la Commission fédérale, Kurt Hauri. Il rend compte, en les confirmant, du résultat de pourparlers conduits entre la SEC et la Commission fédérale au sujet de l'entraide administrative que celle-ci pourrait prêter à celle-là, en application de l'art. 38 LBVM. Ce document précise les conditions auxquelles le Congrès des Etats-Unis et les autorités pénales américaines pourraient, selon les prescriptions du droit américain, avoir accès aux renseignements fournis par la Commission fédérale au titre de l'entraide administrative prêtée à la SEC. Après avoir pris note de l'obligation de requérir l'assentiment préalable de la Commission fédérale avant toute transmission ultérieure des informations reçues de celle-ci à une autre autorité étatique américaine, le Président de la SEC a indiqué liminairement ce qui suit:

«We confirm that we will ask the SFBC's [soit la Commission fédérale]

prior consent before disclosing non-public information received from the SFBC, except in the unlikely instance where seeking prior consent is not possible, such as where it is prohibited or an immediate response is required. If the SFBC withholds its consent to disclosure where disclosure is mandatory, the SEC will take all reasonable steps to resist disclosure including, if possible and appropriate, by employing legal means to challenge the order or by explaining to the requesting authority the reasons for the SFBC not consenting and the negative consequences disclosure might have on future cooperation.»

Le Président Levitt a ensuite précisé la portée des normes américaines obligeant la SEC à communiquer au public et à d'autres autorités les informations reçues de la Commission fédérale.

S'agissant de la communication des renseignements aux tribunaux, la déclaration du 17 novembre 1997 établit une distinction selon que les renseignements seraient demandés pour les besoins de procédures pénales, d'une part, ou pour les besoins d'autres procédures, d'autre part.

Pour le cas où les renseignements fournis par la Commission fédérale étayeraient le soupçon que des infractions pénales auraient été commises aux Etats-Unis, la SEC s'est engagée à requérir l'accord préalable de la Commission fédérale à la remise de ces informations au Département de la justice des Etats-Unis en vue de l'ouverture d'une procédure pénale, étant entendu que l'accord de l'Office fédéral de la police, requis selon l'art. 38 al. 2 lettre b in fine LBVM, porterait sur la vérification du respect des conditions que pose le Traité, notamment sous l'angle de la double incrimination. Pour le surplus, selon la SEC, la procédure de l'entraide judiciaire réglée par le Traité prendrait le relais de la procédure d'entraide administrative, en même temps que l'affaire serait transmise de la SEC au Département de la justice comme objet de sa compétence.

Pour le cas où un tribunal civil donnerait à la SEC l'injonction («subpoenas duces tecum») de lui remettre des renseignements obtenus par le truchement de l'entraide administrative fournie par la Commission fédérale, la SEC a indiqué que, de son avis, l'art. 24 (d) du Securities Act lui conférerait les moyens idoines de ne pas obtempérer à un tel ordre (sur ce point, cf. consid. 3b ci-dessus). Pour le surplus, la SEC a pris note de l'accord de la Commission fédérale à l'utilisation des informations communiquées par celle-ci, pour le besoin de procédures judiciaires intentées par la SEC ne présentant pas de caractère pénal, aux fins de mettre en œuvre les normes américaines en matière de valeurs mobilières. Dans la liste des mesures envisageables sous cet aspect, la SEC a cité les suivantes:

- «– injunctions, restraining orders or cease-and-desist orders;
- freeze of assets or the disgorgement of profits;
- civil penalties or fines (however information transferred by the SFBC shall not be used to secure the imposition of a civil penalty or fine to comble a person to act in a way that would be contrary to Swiss law);
- an order commanding a person to comply in the future with provisions of the U.S. securities laws or the rules and regulations provided thereunder;
- the revocation of the registration of a regulated entity or a suspension or bar of a person from being associated with such an entity.»

Dans ces cas, les informations reçues de la Commission fédérale seraient communiquées à la partie adverse, conformément à la Constitution des Etats-Unis, afin de lui garantir ainsi le droit d'avoir accès aux pièces sur lesquelles la SEC fonderait ses prétentions.

De l'avis de la Commission fédérale, cette déclaration suffirait pour assurer le respect du principe de la spécialité.

c) Cette thèse ne peut être partagée, au moins pour deux raisons, sans qu'il soit besoin d'examiner de surcroît la validité formelle de l'accord du 17 septembre 1997.

aa) En premier lieu, et quoi qu'en dise la Commission fédérale, l'indication liminaire contenue dans la déclaration du 17 novembre 1997 réduit considérablement la portée des engagements qui suivent. De sa citation intégrale il ressort clairement que la SEC se réserve le droit de se dispenser de l'accord préalable de la Commission fédérale à une utilisation ultérieure lorsque l'accomplissement de cette démarche serait impossible ou interdite ou lorsque l'autorité requérante exigerait une réponse immédiate. La SEC ne précise pas dans quels cas une telle éventualité pourrait se présenter, ni à quelles autorités les renseignements fournis par la Suisse pourraient être communiqués de cette manière, en violation du principe de la spécialité. Il est partant impossible d'évaluer, même approximativement, la probabilité qu'un tel risque se concrétise. En particulier, restent indéterminées les informations qui pourraient être divulguées de cette manière et les autorités qui pourraient en avoir connaissance. Pour le surplus, selon cette indication liminaire, la SEC se borne à manifester son intention de produire tous les efforts nécessaires pour préserver le respect du principe de la spécialité. Il n'en demeure pas moins que la Commission fédérale ne dispose, au regard de la déclaration du 17 novembre 1997, d'aucune assurance univoque, opposable à la SEC, quant au respect du principe de la spécialité selon les formes exigées par l'art. 38 al. 2 lettre c LBVM sous cet aspect (cf. Hans-Peter Schaad, N. 98 ad Art. 38 BEHG, in: Nedim Peter Vogt/Rolf Watter, [ed] *Kommentar zum schweizerischen Kapitalmarktrecht*, Bâle, 1999).

bb) En second lieu, la SEC se réserve le droit d'utiliser, dans des procès civils qu'elle viendrait à intenter en se fondant sur les renseignements fournis par la Commission fédérale au titre de l'entraide administrative, une panoplie de moyens procéduraux très incisifs, tels

que des séquestres, des amendes, des injonctions et des sanctions. Il semble que la SEC se réfère ici, de manière implicite, aux pouvoirs que lui confèrent l'art. 20 du Securities Act, ainsi que les art. 21, 21A, 24 et 32 du Securities Exchange Act, auquel cas il faudrait sans doute admettre que ces mesures entrent dans le cadre de la surveillance du marché. Il subsiste cependant un doute à ce sujet, que la Commission fédérale devra lever impérativement avant toute transmission. Le principe de la spécialité exige en effet que toutes les mesures soient prises pour que la Commission fédérale sache exactement quel usage sera fait des informations et documents remis, à quelles autorités ils pourraient, le cas échéant, être transmis ultérieurement, à quelles fins et à quelles conditions, s'agissant notamment de leur confidentialité et de la protection des droits des tiers. A ce sujet, il convient de signaler que la procédure dite du «cease-and-desist» – pour ne prendre que cet exemple – permet à la SEC de publier l'ordre intimant à une personne de cesser de violer cette loi (art. 8A [a] du Securities Act); cette procédure prévoit en outre une audition («hearing») à cet effet (art. 8A [b] du Securities Act), qui est publique (art. 21 du Securities Act; cf. aussi les prescriptions analogues des art. 10A, 21C et 22 du Securities Exchange Act).

cc) Les incertitudes entourant les conditions dans lesquelles la SEC pourrait faire usage des documents et renseignements demandés dans sa propre procédure et le caractère indéterminé des critères définis par la SEC pour une transmission ultérieure des renseignements, selon l'accord du 17 novembre 1997, ne permettent pas, en l'état, d'assurer de manière suffisante le respect du principe de la spécialité.

d) Pour parer ce risque, la Commission fédérale a pris la précaution de rappeler à la SEC son devoir de requérir son accord préalable avant toute communication à une autre autorité des documents et informations transmis (ch. 3 du dispositif de la décision attaquée). Il n'y a rien à redire à ce procédé, en tant que tel conforme à la loi (ATF 125

II 65 consid. 9b/bb p. 76/77). En l'occurrence toutefois, cette réserve n'est pas suffisante. La déclaration du 17 novembre 1997 confirme un accord de principe conclu entre la SEC et la Commission fédérale notamment quant aux conditions d'une remise ultérieure. En d'autres termes, la Commission fédérale a admis, par avance, qu'elle tenait pour conformes à la règle de la spécialité les principes définis, d'un commun accord, pour l'utilisation par la SEC des documents et renseignements communiqués et pour une transmission ultérieure. Même s'il ne s'agit pas d'un blanc-seing, puisque la Commission fédérale réserve expressément son consentement préalable, il n'en demeure pas moins que si la SEC requérait cet accord en se fondant sur sa déclaration du 17 novembre 1997 dont les termes seraient respectés, la marge de manœuvre de la Commission fédérale s'en trouverait restreinte dans une mesure importante, au point de réduire sa décision à une pure formalité. Pour éviter toute situation embarrassante où la Commission fédérale se trouverait quasiment liée par avance par les termes de l'accord du 17 novembre 1997, il convient impérativement de préciser les termes de celui-ci, soit de manière générale, soit par rapport au cas d'espèce.

e) Le recours doit être admis sur ce point et la décision attaquée annulée en tant qu'elle autorise, en l'état, la transmission des documents et informations recueillis auprès de la banque, selon le ch. 1 du dispositif de la décision attaquée. Il appartiendra à la Commission fédérale d'inviter la SEC à compléter sa demande en précisant les moyens lui permettant d'éviter toute violation du principe de la spécialité dans sa propre procédure, d'une part, et en indiquant, d'autre part, pour quelles procédures elle pourrait envisager de communiquer ces renseignements à d'autres autorités. Cela implique, pour la SEC, de décrire précisément l'objet, les fins et les règles de ces procédures, de manière à ce que la Commission fédérale puisse s'assurer du respect effectif, de la part des autorités américaines, du principe de la spécialité. Si la SEC ne devait envisager une transmission ultérieure à

une autre autorité qu'après avoir consulté les documents et renseignements fournis par la Commission fédérale, celle-ci agira en deux temps: elle communiquera premièrement les informations et renseignements en interdisant d'emblée toute remise ultérieure; elle statuera deuxièmement sur l'octroi d'un consentement à une transmission ultérieure, selon une requête que la SEC viendrait à lui présenter, le cas échéant.

5.– Par économie de procédure, il convient d'examiner brièvement les autres griefs soulevés par la recourante.

a) – b) (...)

c) La recourante prétend ne pas être concernée par l'enquête ouverte par la SEC, ce qui exclurait l'octroi de l'entraide administrative selon l'art. 38 al. 3 LBVM in fine.

Cette disposition reprend, dans le domaine de l'entraide administrative régie par la LBVM, la notion du tiers non-impliqué telle que définie par l'art. 10 de la loi fédérale sur l'entraide judiciaire pénale du 20 mars 1981 (EIMP; RS 351.1) et par l'art. 10 al. 2 du Traité, étant précisé que si la novelle du 4 octobre 1996 a eu notamment pour effet d'abroger l'art. 10 EIMP, l'art. 10 al. 2 du Traité continue pour sa part de s'appliquer pour l'entraide judiciaire que se prêtent la Suisse et les Etats-Unis (cf. Zimmermann, op. cit., n° 227 et 228). La référence au tiers non-impliqué dans le domaine de la LBVM a pour but de faire concorder à cet égard les conditions de l'entraide administrative et celles de l'entraide judiciaire (Amy, op. cit., p. 275/276). Partant, l'art. 38 al. 3 LBVM doit être interprété à la lumière de la jurisprudence développée sur la base des art. 10 aEIMP et 10 al. 2 du Traité (Küng/Huber/Kuster, Kommentar zum Börsengesetz, vol. II, N. 16 ad art. 38; Claude Rouiller, La coopération internationale en matière de surveillance des banques et des bourses, RVJ 1997 p. 223 ss, p. 233/234). Selon celle-ci, un

rapport direct et réel entre la personne et l'infraction suffit pour exclure la qualité de tiers non-impliqué; il n'est pas nécessaire que la personne ait collaboré à la commission de l'infraction ou à la réalisation de l'un de ses éléments constitutifs, selon la définition légale de celle-ci (ATF 115 Ib 252 consid. 2b/aa p. 255; 112 Ib 462 consid. 2b p. 463; 107 Ib 252 consid. 2b/bb p. 255). N'est pas davantage un tiers non-impliqué celui dont le compte bancaire a été approvisionné par des montants de provenance suspecte (ATF 120 Ib 251 consid. 5 p. 254/255) ou dont le compte pourrait avoir servi, même à son insu, à commettre une infraction, voire à transférer ou à dissimuler le produit d'une infraction (ATF 115 Ib 68 consid. 4c p. 84; 112 Ib 462 et les arrêts cités).

En l'espèce, la SEC soupçonne R. d'avoir reçu, par l'entremise de la recourante, des montants qui pourraient constituer la contrepartie cachée des recommandations faites en faveur de certains émetteurs de valeurs mobilières. Dès l'instant où le compte n° C0-640 912 pourrait avoir servi à cette opération, la recourante doit être considérée comme impliquée à la procédure. Que la recourante, ou ses organes, ou ses ayants droit, aient participé à l'opération reprochée à R., directement ou indirectement, est sans importance: ses dénégations à ce propos ne sauraient suffire à lui reconnaître la qualité de tiers non-impliqué au sens de l'art. 38 al. 3 in fine LEVM, sur le vu de la jurisprudence qui vient d'être rappelée et dont il n'y pas lieu de se départir.

d) La recourante se plaint d'une violation du principe de la proportionnalité, en faisant valoir que la SEC ne disposerait d'aucun intérêt à connaître son nom, ni celui de son ayant droit économique.

Dans le domaine de l'entraide administrative régie par l'art. 38 LBVM, le principe de la proportionnalité découle de l'art. 38 al. 2 LBVM en tant que cette norme précise que sont remis (uniquement) les informations et documents liés à l'affaire. Selon ce principe, l'entraide ad-

ministrative ne peut être accordée que dans la mesure nécessaire à la découverte de la vérité recherchée par les autorités de l'Etat requérant. La question de savoir si les renseignements demandés sont nécessaires ou simplement utiles à la procédure étrangère est en principe laissée à l'appréciation des autorités de l'Etat requérant. L'Etat requis ne disposant généralement pas des moyens lui permettant de se prononcer sur l'opportunité de l'administration des preuves déterminées au cours de l'instruction menée à l'étranger, il ne saurait substituer sur ce point sa propre appréciation à celle de l'autorité chargée de l'enquête. La coopération internationale ne peut être refusée que si les actes requis sont sans rapport avec l'infraction poursuivie et manifestement impropres à faire progresser l'enquête, de sorte que la demande apparaîtrait comme le prétexte à une recherche indéterminée de moyens de preuve («fishing expedition»; «Beweisforschung aufs Geratewohl»; ATF 125 II 65 consid. 6a p. 73; Hans-Peter Schaad, op. cit., N. 90/91 ad art. 38 BEHG; cf., dans le domaine de l'entraide judiciaire, ATF 122 II 367 consid. 2c p. 371; 121 II 241 consid. 3a p. 242/243; 120 Ib 251 consid. 5c p. 255).

Tel n'est manifestement pas le cas en l'espèce. Il ne fait aucun doute que la SEC dispose d'un intérêt déterminant, pour les besoins de l'enquête ouverte contre R. en application de l'art. 17 (b) du Securities Act, à savoir si les fonds versés par l'entremise de la recourante constituent bel et bien la rémunération des services de R. Cet élément de preuve est en effet indispensable pour confirmer (ou infirmer) les soupçons de la SEC. Sur le vu de la demande, on ne saurait prétendre, avec la recourante, que les investigations de la SEC ne reposent sur aucun fondement sérieux. Pour le surplus, n'est pas décisif, sous l'angle de la proportionnalité, l'argument selon lequel ni la recourante, ni son ayant droit économique n'auraient trempé dans l'opération au sujet de laquelle la SEC a ouvert son enquête. Il s'agit là en effet d'une question de fond, touchant à la culpabilité, qui n'est pas du ressort du juge de l'entraide.