

Eidgenössische Bankenkommision
Börsen und Märkte
F. Stirnimann, Dr. M. Aellen
Schwanengasse 12
Postfach
3001 Bern

Vorab per E-Mail an
marcel.aellen@ebk.admin.ch

Gsch. Nr.
Dok. Nr.
Eingang: 22. Jan. 2008 3
SB: AEM Registrator:
Kopie an:

18 Januar, 2008

Stellungnahme zum revidierten EBK Rundschreiben „Aufsichtsregeln zum Marktverhalten“

Sehr geehrte Herren

Nachfolgend möchten wir Ihnen unsere Stellungnahme betreffend das revidierte EBK Rundschreiben „Aufsichtsregeln zum Marktverhalten“ unterbreiten.

1. Grundsätzliches

Grundsätzlich stehen wir dem überarbeiteten Rundschreiben, mit welchem die EBK einen Bereich reguliert, der nach internationalem Standard durch eine Aufsichtsbehörde zu regulieren ist, positiv gegenüber. Die Kodifizierung der EBK Praxis und die „Safe Harbour“ – Regeln sollen Rechtssicherheit schaffen. Um dieses Ziel zu erreichen, sind u. E. jedoch noch wesentliche Klarstellungen notwendig. Insbesondere dort, wo bereits bestehende Konzepte oder Regeln existieren, die sich auf internationale Gepflogenheiten abstützen (z.B. SWX, Interessenkonflikte, vertrauliche Informationen, usw.), sollte soweit möglich auf diese abgestellt werden, um Auslegungsprobleme zu vermeiden.

2. Stellungnahme zu einzelnen grundlegenden Aspekten

2.1. Zweck

Die Ausweitung des Geltungsbereichs von Effektenhändlern auf das KAG ist fragwürdig. Das KAG stellt bereits ein in sich geschlossenes Regelwerk dar. Die Ausweitung von Regeln, die grundsätzlich für Effektenhändler gelten, auf sämtliche Bewilligungsträger gemäss KAG ist kann u. E. nicht beabsichtigt sein; sie wäre für die einzelnen Bewilligungsträger erst noch zu begründen. So darf etwa die Fondsleitung keine Effektenhandelsgeschäfte tätigen. Die Ausweitung auf Vertreter ausländischer Fonds macht u. E. keinen Sinn und jene auf die dem KAG unterstellten Vermögensverwalter erscheint uns fragwürdig. Dieser Fragenkomplex ist daher nochmals im Einzelnen mit den konkreten Auswirkungen zu prüfen.

In Fn. 1 wird auf „gängige englische Begriffe“ verwiesen, welche zur Auslegung der deutschsprachigen Umschreibung dienen sollen. International werde diese aber unterschiedlich ausgelegt, was zu ganz erheblichen Auslegungsschwierigkeiten führen kann. Begriffe wie „Wash trades“ etc. werden schon durch die FSA und SEC ganz unterschiedlich ausgelegt und angewendet. Sie basieren zudem auf einem ganz anderen Regelwerk als das schweizerische. Auch die SWX hat z. T. ein wesentlich anderes

Verständnis von solchen Begriffen als etwa die SEC oder die FSA. Die verwendeten Begriffe müssen daher klar umschrieben werden, um Rechtsunsicherheit zu verhindern.

2.2. Ziffern 6 ff. allgemein

Ein aus unserer Sicht kritischer Abschnitt des Rundschreibens betrifft die *Definition der "vertraulichen und preissensitiven Information"*. Hier sollte auf das bewährte Verständnis und bestehende Umschreibungen abgestellt werden.

Der jetzige Aufbau - vom „Erlaubten“ zum „Verbotenen“, wie von der EBK im Erläuterungsbericht, S. 5 a. E. beschrieben - ist in diesem Zusammenhang irreführend, weil dies im ungünstigsten Fall die Interpretation zuliesse, dass die Vertraulichkeit der Information und die Preissensitivität getrennt von einander zu beurteilen wären (insbesondere Ziffer 8 suggeriert diese Interpretationsvariante). Dies würde aber in der Praxis zu grotesken Situationen führen und auch nicht internationaler Praxis entsprechen, wonach die Vertraulichkeit und die Preissensitivität kumulativ beurteilt werden.

Sachlogisch sollte der Abschnitt demnach mit der klaren Umschreibung des „Verbots“ anfangen und anschliessend auf die detaillierten Definitionen eingehen, wie folgt:

1. Das Ausnützen von vertraulichen, preissensitiven Informationen ist nicht zulässig (Ziffer 9 muss Ziffer 6 ersetzen).
2. Hiervon abgeleitet sind nachfolgende Konstellationen als zulässig zu erachten:
 - Der Handel aufgrund von vertraulichen, aber nicht preissensitiven Informationen ist zulässig
 - Der Handel aufgrund von öffentlichen und preissensitiven Informationen ist zulässig
 - Der Handel aufgrund von öffentlich und nicht preissensitiven Informationen ist zulässig

Ferner ist über eine klare Definition der „üblichen Informationsquellen“ klarzustellen, dass hierunter auch solche Informationen fallen, welche auf den in der Finanzbranche üblichen oder auf *anderen, der Öffentlichkeit zugänglichen Informationsquellen* verbreitet werden. Hierdurch können spätere Diskussionen z. B. betreffend Informationen, welche aus dem Internet (z. B. Company Websites) oder aus wissenschaftlichen Publikationen gewonnen werden usw., vermieden werden.

Formulierungsvorschlag:

Ziffer 9 würde demnach die erste Ziffer unter „III. Verwendung von vertraulichen und preissensitiven Informationen“ bilden.

Es folgte dann Ziffer 7, mit folgender Modifikation:

„Informationen über Effekten und Emittenten sind allgemein öffentlich zugänglich, d.h. nicht vertraulich, wenn sie veröffentlicht sind und oder von öffentlichen Informationen, d.h. auf den in der Finanzbranche üblichen Informationskanälen verbreitet werden, und wenn sie von solchen abgeleitet werden. Informationen, welche auf den in der Finanzbranche üblichen oder auf anderen, der Öffentlichkeit zugänglichen Informationskanälen verbreitet oder von solchen abgeleitet werden, gelten als allgemein zugänglich“.

Die Ziffern 6 und 8 sind zu streichen.

2.3. Echtes Angebots- und Nachfrageverhalten (Ziffern 20 – 28)

Aufgrund der Vorarbeiten gehen wir davon aus, dass sich dieser Abschnitt lediglich auf *Eigentransaktionen* der Effektenhändler bezieht. Dies sollte sich auch aufgrund der Umschreibung des Geltungsbereichs ergeben, da es nicht die Absicht sein kann – weil praktisch gar nicht umsetzbar – Effektenhändlern eine Verpflichtung zur Überwachung von Transaktionen oder Aufträgen zu auferlegen. Das ergibt sich aber aus der jetzigen Formulierung.

Formulierungsvorschlag: Ziffer 20

Eigengeschäfte von Effektenhändlern müssen *wirtschaftlich begründbar sein* und....

Ferner ist es wenig befriedigend und verwirrend, in den verschiedenen Regulierungsbereichen unterschiedliche Definitionen zu verwenden. Aus diesem Grund ist der *Begriff der „Wash Trades“* in Ziffer 23 an jenen der entsprechenden SWX Weisung 22 anzulehnen. Entscheidend ist dabei, dass Aufträge vom gleichen wirtschaftlichen Berechtigten nicht ohne wirtschaftliche Begründbarkeit gegeneinander ausgeführt werden dürfen.

Formulierungsvorschlag zu Ziffer 23:

„Wash Trades sind Effektenhandelsgeschäfte, bei denen sich die Person des wirtschaftlich Berechtigten an den gehandelten Titeln nicht ändert, obwohl beim Publikum dieser Anschein erweckt wird.“

Ziff. 26: Hier muss es sich um Liquiditäts- und Preisverzerrungen durch *beabsichtigte* Verursachung eines Überhangs.... handeln.

Eventualiter:

Sollten sich diese Ziffern entgegen unserem Verständnis nicht nur auf Eigengeschäfte beziehen, müsste der Begriff „wirtschaftlicher Hintergrund“ spezifiziert und Ziffer 20 klarer formuliert werden. Da Ziffer 22 im Vergleich zu den Ziffern 20 und 21 keine zusätzlichen Informationen gibt, würden wir vorschlagen, Ziffer 22 ersatzlos zu streichen und Ziffer 20 der Klarheit halber negativ zu formulieren:

Formulierungsvorschlag:

„Effektengeschäfte ~~müssen einen~~ ohne erkennbaren wirtschaftlichen Hintergrund aufweisen und einem ohne echtes Angebots- und Nachfrageverhalten entsprechen sind verboten, ebenso wie Scheingeschäfte und -aufträge.“

2.4. Ziffer VI. Treu und Glauben

Hier werden der zivilrechtliche Begriff von Treu und Glauben mit dem Zweckartikel des BEHG bzw. KAG auf unzulässige Weise vermischt.

Ziffern 38 und 39, so wie jetzt formuliert, statuieren über das Börsengesetz hinausgehende Treuepflichten, die sehr generell und generalklauselartig gehalten sind. Nach dem BEHG gibt es nur Treuepflichten gegenüber dem Kunden, und der Effektenhändler hat entsprechend auch lediglich Treuepflichten gegenüber seinen Kunden oder seiner Gegenpartei. Ziffer 38 schafft keinen weiteren Gehalt, da es sich bei der Abwicklung sachlogisch um Treu und Glauben gegenüber dem Kunden oder der Gegenpartei handelt.

Unverständlich wäre eine allgemeine Treuepflicht „gegenüber dem Markt“, wie in Ziff. 39 statuiert. Dafür gibt es keine gesetzliche Grundlage, abgesehen davon, dass völlig unklar wäre, wer unter „Markt“ zu verstehen ist – und einem „Gewinner“ im Markt immer auch ein „Verlierer“ gegenüber steht. Es geht auch nicht an, Marktverhaltensregeln plötzlich mit Grundsätzen des allgemeinen Zivilrechts zu vermengen. Ganz abgesehen davon gilt auch dieses Gebot nicht generell, sondern ist

immer im Zusammenhang mit der Ausübung von Rechten und der Erfüllung von obligatorischen Pflichten gegenüber einer *anderen* Geschäftspartei zu sehen.

Formulierungsvorschlag zu Ziff. 38-39:

Ziff. 38 streichen

Ziff. 39 Satz 2 streichen

2.5. Ziff. VII. Organisationspflichten von Effekthändlern (Ziffern 43 – 46)

In den Ziffern 43 – 46 werden *zwei Themenbereiche vermengt, die klar getrennt gehören*: Das *Verhindern von missbräuchlichem Marktverhalten* bezweckt, die Integrität des Marktes selbst zu bewahren. Demgegenüber sind *Interessenkonflikte* deshalb zu vermeiden bzw. offen zu legen, um den einzelnen Kunden, d.h. einen Vertragspartner, zu schützen. Es bestehen keine vertraglichen Pflichten gegenüber dritten Marktteilnehmern oder gar gegenüber dem Finanzplatz Schweiz, woraus sich für Effekthändler Interessenkonflikte ergeben könnten. Das zweite Thema ist daher zur Vermeidung einer sachlich und rechtlich nicht gerechtfertigten Vermengung separat zu regeln. Das entspricht auch der internationalen Praxis.

Die Ziffern 43-46 sind deshalb wie folgt umzuformulieren bzw. umzugruppieren:

Der Begriff „Interessenkonflikt“ im Titel ist zu streichen.

Formulierungsvorschlag zu Ziffer 43:

„Der Umgang mit vertraulichen und preissensitiven Informationen ist so zu organisieren und zu überwachen, dass ~~Missbräuche~~ missbräuchliches Marktverhalten ~~oder Interessenkonflikte~~ festgestellt und Benachteiligungen von Kunden vermieden werden können.

Der erste Satz von Ziffer 44 („Aus Interessenkonflikten dürfen Kunden und auch dritten Marktteilnehmern keine Nachteile erwachsen.“) würde alsdann gestrichen, da in Ziffer 43 integriert.

Sachlogisch folgten der revidierten Ziffer 43 alsdann die Ziffer 46, gefolgt von der Ziffer 45.

Der zweite Satz der Ziffer 44 muss in der Folge gänzlich gestrichen werden, da eine derartige Auffangklausel nebst den bereits bestehenden Verpflichtungen zur Vermeidung bzw. Offenlegung von problematischem Verhalten (Ziffern 43 und 46) keinerlei Anwendungsbereich mehr hat.

Diese Regelung steht alsdann auch im Einklang mit internationaler Praxis und ausländischen Vorbildern.

2.6. Informationsbarrieren (Ziffer 49 und 50)

Die *Unterscheidung von horizontalen und vertikalen Informationsbarrieren* ist, auch im internationalen Vergleich, unüblich d.h. wird nirgends verwendet und schafft Verwirrung anstatt Klarheit. Eine Zusammenarbeit innerhalb der Hierarchie muss unter Umständen möglich sein, solange sicher gestellt ist, dass durch geeignete Vorkehrungen kein Informationsfluss zur Handelsabteilung erfolgt. Der letzte Satz der Ziffer 49 geht ferner zu weit, können doch ad hoc im Einzelfall notwendige Informationsbarrieren nicht bereits allgemeingültig im Voraus umschrieben werden.

Wir schlagen daher vor, Ziffer 49 zu streichen.

Formulierungsvorschlag zu Ziffer 49:

„~~Solche~~ Informationsbarrieren sind in grundsätzlicher Weise in internen Reglementen zu regeln festzuhalten.“

2.7. Transaktionen ausserhalb des Vertraulichkeitsbereichs (Ziffer 51 und 52)

Ziffer 51: regelt den Fall der Transaktion innerhalb eines Vertraulichkeitsbereichs und ist mit Ziff. 14 zu vereinen. Entsprechend kann Ziffer 51 gestrichen werden.

Ziffer 52: Wir schlagen vor, diese Ziffer unter „A. Vertrauliche und preissensitive Informationen / Interessenkonflikte“, in oder im Anschluss an die Ziffer 46 zu erwähnen.

Völlig unklar ist, was mit „übergeordneten“ Interessenkonflikten gemeint ist und was alsdann „untergeordnete“ Interessenkonflikte darstellen sollen. Eine derartige Unterscheidung ist auch international unbekannt. Es müsste klar dargelegt werden, was hier beabsichtigt ist. Am besten wird Ziff. 52 gestrichen.

Damit könnte alsdann die ganze Ziffer C entfallen.

3. Weitere Klarstellungen

3.1. Ziffer 12

Hier schlagen wir vor, erneut klarzustellen, dass die *Verbreitung von im Markt bekannten Gerüchten zulässig* ist. Verboten sein sollte allein die bewusste Schaffung und/oder Verbreitung *neuer, falscher Gerüchte* mit dem Ziel, wirtschaftliche Vorteile zu erheischen.

Formulierungsvorschlag:

Gerüchte sind keine vertraulichen Informationen. Allerdings ist die bewusste Verbreitung von neuen, den Tatsachen nicht entsprechenden Gerüchten, um sich auf diese berufen zu können, nicht zulässig. Die Verbreitung von im Markt bekannten Gerüchten ist zulässig.

3.2. Ziffern 14 – 19

Der Begriff „Usanzen“ im Titel sollte, da zu technisch und irreführend, durch den neutraleren und breiteren Begriff „Verhaltensweisen“ ersetzt werden. Dies betrifft die Überschriften zu Ziff. 14 und 29.

U. E. stellen Ziffern 14 und 51 eine Duplizierung dar. Sie sollten einzig unter Ziffer 14 geregelt werden. Ziffer 51 kann alsdann ersatzlos gestrichen werden; es geht dort ja gerade um die Zulässigkeit von Effektenhandelsgeschäften.

Ziff. 17: Hier wäre zu präzisieren: Die Weitergabe von vertraulichen Informationen generell an Personen, die entweder *vertraglich oder gesetzlich einer Vertraulichkeitsverpflichtung unterliegen*, muss stets zulässig sein.

3.3. Ziffern 19 und 32

Nach der jetzigen Formulierung wären nicht öffentliche resp. nicht öffentlich bekannt gemachte Rückkäufe nicht von der Safe Harbour - Regel erfasst.

Unseres Erachtens sollte es zulässig sein, dass der Eigenhandel einer Bank und/oder der Treasurer eines kotierten Unternehmens Effekten der eigenen Gesellschaft für eigene Rechnung erwerben darf, ohne dass dies per se als Marktmissbrauch angesehen wird.

Der Text von Ziffer 19 und 32 sollte dahingehend präzisiert werden (oder allenfalls mindestens in einen Kommentar darauf hingewiesen werden), dass der nicht öffentliche Rückkauf eigener Effekten zulässig ist, wenn die betroffene Gesellschaft die Einhaltung der in den Ziffern 14 bis 18 aufgeführten Sachverhalte sicherstellt.

3.4. Ziffer 29

Der Begriff „Usanzen“ ist wiederum durch „Verhaltensweisen“ zu ersetzen (vgl. Bemerkung zu Ziffern 14 – 19).

U. E. ist bei dieser Ziffer der *Emittent Adressat dieser Obligation* und daher zur Meldung verpflichtet. Allerdings ist der Emittent gemäss den Ziffern 4 und 5 nicht vom Geltungsbereich des Rundschreibens erfasst. Wir gehen daher davon aus, dass sich aus dieser Ziffer keine Verpflichtungen für den Effekthändler ergeben. Es kann nicht sein, dass sich der Effekthändler bei jedem Kaufs- oder Verkaufsauftrag eines Emittenten erkundigen muss, ob dieser seiner Meldepflicht nachgekommen sei. Zumindest eine entsprechende Präzisierung, wenigstens im EBK Kommentar zum Rundschreiben, erscheint uns angezeigt.

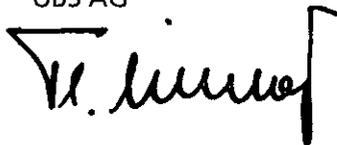
3.5. Ziffer 30

U.E. sollte die *vorgängige Publikation im Prospekt* dieser Anforderung genügen. Eine erneute Publikation ist daher weder effizient noch notwendig. Zudem wird gefordert, die *Preisspanne zu veröffentlichen*, was keinen Sinn ergibt, da diese bei Handelsbeginn nicht bekannt ist - es könnte höchstens veröffentlicht werden, dass - falls stabilisiert wird - zwischen CHF 0 und dem Emissionspreis stabilisiert werden kann. Dies ergibt aber absolut keinen Sinn, weshalb das Erfordernis der Veröffentlichung der Preisspanne gestrichen werden sollte. Dies widerspräche auch nicht internationalen Standards, da uns keine Jurisdiktion bekannt ist, die in diesem Zusammenhang im Voraus eine Publikation derselben vorsieht.

Wir hoffen, Ihnen mit diesen Anregungen zu dienen und stehen Ihnen gerne für weitere Diskussionen zur Verfügung.

Freundliche Grüsse

UBS AG



Dr. Th. Bischof
Head Regulatory Developments



M. Imfeld
Legal Counsel