



15. November 2012

---

# **Erläuterungsbericht zur Änderung der Börsenverordnung**

## Umsetzung der Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch)

---

## 1 Ausgangslage

Das Parlament hat am 28. September 2012 die vom Bundesrat mit Botschaft vom 31. August 2011<sup>1</sup> vorgeschlagene Änderung des Börsengesetzes (Börsendelikte und Marktmissbrauch) ohne Änderungen verabschiedet. Mit der Gesetzesrevision werden auf aufsichtsrechtlicher und strafrechtlicher Ebene Bestimmungen geschaffen, welche marktmissbräuchliches Verhalten effizient bekämpfen und internationalen Regelungen Rechnung tragen. Dadurch werden die Integrität und die Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Finanzplatzes gestärkt.

Auf strafrechtlicher Ebene wird mit der Gesetzesrevision insbesondere der Tatbestand des Insiderhandels ausgedehnt und präzisiert. Er wird zusammen mit dem Straftatbestand der Kursmanipulation vom Strafgesetzbuch ins Börsengesetz überführt. In Erfüllung der GAFI-Empfehlungen werden zudem qualifizierte, als Verbrechen ausgestaltete Straftatbestände des Insiderhandels und der Kursmanipulation geschaffen.

Insiderhandel und Marktmanipulation werden im Übrigen neu aufsichtsrechtlich für sämtliche Marktteilnehmerinnen und -teilnehmer verboten. Das Verbot der Marktmanipulation erfasst dabei – im Unterschied zum Straftatbestand der Kursmanipulation – neben Scheingeschäften auch sämtliche echten Transaktionen mit manipulatorischem Charakter. Zur Durchsetzung der genannten Verbote und der Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen kann die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA) gewisse Aufsichtsinstrumente nicht nur gegenüber den Beaufsichtigten, sondern neu auch gegenüber den übrigen Marktteilnehmerinnen und -teilnehmern einsetzen. Ferner wird der Anwendungsbereich der Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen und über öffentliche Kaufangebote ausgedehnt auf Beteiligungen an Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz hauptkotiert sind. Besonders hervorzuheben ist schliesslich die Abschaffung der Möglichkeit zur Bezahlung einer Kontrollprämie im Bereich des Übernahmerechts.

Mit vorliegender Änderung der Börsenverordnung werden die Ausführungsbestimmungen zur Änderung des Börsengesetzes geschaffen.

## 2 Erläuterungen zu den einzelnen Bestimmungen

### 4a. Kapitel: Offenlegung von Beteiligungen und öffentliche Kaufangebote: Hauptkotierung

#### **Art. 53b (neu)**

Die Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen (Art. 20 f. BEHG<sup>2</sup>) und über öffentliche Kaufangebote (Art. 22 ff. BEHG) gelten zukünftig auch für Beteiligungen an Gesellschaften mit Sitz im Ausland (ausländische Gesellschaften), deren Beteiligungspapiere ganz oder teilweise in der Schweiz hauptkotiert sind (vgl. Art. 20 Abs. 1 und Art. 22 Abs. 1 Bst. b BEHG). Mit Artikel 53b Absatz 1 wird in Bezug auf den Begriff der Hauptkotierung Rechtssicherheit geschaffen und sichergestellt, dass der Begriff im Bereich des Offenlegungsrechts und des Übernahmerechts einheitlich verwendet wird. Beteiligungspapiere ausländischer Gesellschaften sind demnach in der Schweiz hauptkotiert, wenn die Gesellschaft mindestens dieselben Pflichten für die Kotierung und die Aufrechterhaltung der Kotierung an einer Börse in der Schweiz zu erfüllen hat, wie Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz. Dies ist nach heu-

---

<sup>1</sup> BBI 2011 6873

<sup>2</sup> SR 954.1

tiger Rechtslage der Fall, wenn die ausländische Gesellschaft nach den Kotierungsvorschriften der SIX Swiss Exchange primärkotiert ist.

Anlegerinnen und Anleger können ohne Angaben der Börse nicht zuverlässig beurteilen, ob Beteiligungen einer ausländischen Gesellschaft in der Schweiz hauptkotiert sind. Da ausländische Gesellschaften nicht im schweizerischen Handelsregister eingetragen sind, ist es zudem für sie schwierig, wenn nicht gar unmöglich, die für die Berechnung ihres Stimmrechtsanteils relevante aktuelle Gesamtzahl der ausgegebenen Beteiligungspapiere und die damit verbundenen Stimmrechte zu berechnen. Die praktische Umsetzbarkeit der Bestimmungen über die Offenlegung von Beteiligungen und öffentlichen Kaufangebote in Bezug auf ausländische Gesellschaften ist damit nicht gewährleistet. Artikel 53b Absatz 2 auferlegt der Börse daher die Pflicht, transparent zu machen, welche Beteiligungspapiere von Gesellschaften mit Sitz im Ausland in der Schweiz hauptkotiert sind. Zudem müssen Gesellschaften mit Sitz im Ausland, deren Beteiligungspapiere in der Schweiz hauptkotiert sind, die aktuelle Gesamtzahl der ausgegebenen Beteiligungspapiere und die damit verbundenen Stimmrechte veröffentlichen (Art. 53b Abs. 3). Die FINMA und/oder die Börse werden nähere Angaben über die Art und Weise der verlangten Veröffentlichung machen (vgl. Art. 7 Abs. 1 Finanzmarktaufsichtsgesetz vom 22. Juni 2007<sup>3</sup> und Art. 5 Abs. 3 BEHG).

## **5a. Kapitel: Zulässiges Marktverhalten**

### *Allgemeines*

Die neu im Börsengesetz verankerten aufsichtsrechtlichen Verbote des Insiderhandels (Art. 33e Abs. 1 BEHG) und der Marktmanipulation (Art. 33f Abs. 1 BEHG) wurden breit formuliert. Da sie auch Verhaltensweisen erfassen, die wirtschaftlich gerechtfertigt sind, wurde der Bundesrat ermächtigt, Vorschriften über die zulässige Verwendung von Insiderinformationen und über zulässige Verhaltensweisen im Zusammenhang mit Marktmanipulation zu erlassen (vgl. Art. 33e Abs. 2 und Art. 33f Abs. 2 BEHG). Entsprechend werden in der Börsenverordnung unter dem neuen Kapitel 5a «Zulässiges Marktverhalten» Bestimmungen aufgenommen, die in abschliessender Weise Ausnahmen von den aufsichtsrechtlichen Verboten des Insiderhandels und der Marktmanipulation umschreiben. Die Ausnahmen gelten aufgrund von Artikel 14 StGB<sup>4</sup> auch für die Straftatbestände des Insiderhandels (Art. 40 BEHG) und der Kursmanipulation (Art. 41 BEHG). In Bezug auf die Kursmanipulation ist die Anwendbarkeit von Artikel 14 StGB allerdings eher theoretischer Natur, da die in der Börsenverordnung definierten Ausnahmen echte Transaktionen betreffen, welche vom Straftatbestand der Kursmanipulation nicht erfasst werden.

Die FINMA hat mit ihrem geltenden Rundschreiben 2008/38 «Markverhaltensregeln» (FINMA-RS) für bestimmte Beaufsichtigte Verhaltenspflichten im Rahmen des Effektenhandels definiert. Dabei ist zu beachten, dass die im FINMA-RS als zulässig erklärten Effekengeschäfte und Verhaltensweisen teilweise nicht unter die neu gesetzlich definierten aufsichtsrechtlichen Verbote des Insiderhandels und der Marktmanipulation fallen. Sie sind ohne Weiteres zulässig und werden daher in der Börsenverordnung nicht als Ausnahmen erwähnt. Die FINMA wird ihr Rundschreiben aufgrund der Änderung des Börsengesetzes und vorliegender Verordnungsänderung umfassend revidieren.

---

<sup>3</sup> SR 956.1

<sup>4</sup> SR 311.0

## Art. 55a (neu) Rückkauf eigener Beteiligungspapiere

Der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere hat häufig eine (positive) Signalwirkung am Kapitalmarkt. Die Unternehmensleitung demonstriert Aktionärsfreundlichkeit und signalisiert mit dem Rückkauf eigener Aktien insbesondere, dass sie nicht betriebsnotwendige Mittel den Aktionärinnen und Aktionären zurückgeben will, ihre eigenen Aktien für unterbewertet hält, und dass sie mit deren Vernichtung zukünftige Gewinne verdichten will. Da der Rückkauf aus freien Mitteln zu erfolgen hat, signalisiert die Ankündigung eines Aktienrückkaufs zudem in der Regel eine gesunde Finanzkraft der Gesellschaft. Im Wissen um die positiven Auswirkungen, die ein Aktienrückkauf auf den Aktienkurs haben kann, wird der Anleger die Beteiligungspapiere der rückkaufenden Gesellschaft in vielen Fällen höher bewerten. Der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere kann damit unter das Verbot der Marktmanipulation im Sinne von Artikel 33f Absatz 1 BEHG fallen. Zudem ist denkbar, dass der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere vom Verbot des Insiderhandels gemäss Artikel 33e Absatz 1 BEHG erfasst wird.

Diese Situation erweist sich als unbefriedigend, zumal der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere in der Regel wirtschaftlich gerechtfertigt ist. Zu denken ist dabei unter anderem an Aktienrückkäufe zum Abbau von Überschussliquidität, zur Optimierung der Kapitalstruktur sowie zur Erfüllung von Wandelverpflichtungen. Artikel 55a Absatz 1 nimmt daher den Rückkauf eigener Beteiligungspapiere unter bestimmten Voraussetzungen, welche die Transparenz, die Gleichbehandlung der Anlegerinnen und Anleger und die Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes gewährleisten sollen (vgl. Art. 1 BEHG), vom Verbot des Insiderhandels und der Marktmanipulation aus.

Die Bestimmung entspricht materiell weitgehend der heutigen Regelung der FINMA, welche in ihrem Rundschreiben den Rückkauf eigener Effekten im Rahmen eines Rückkaufprogramms gemäss dem Rundschreiben Nr. 1 der Übernahmekommission «Rückkaufprogramme» (UEK-RS) als zulässig bezeichnet (vgl. Rz 21 und 33 FINMA-RS). Hauptvoraussetzung für die Anwendbarkeit der Ausnahme ist, dass der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere im Rahmen eines öffentlichen Kaufangebots, d.h. eines sog. Rückkaufprogramms erfolgt. Nicht öffentlich angekündigte Rückkäufe (sog. verdeckte Rückkäufe) werden aufgrund der mangelnden Transparenz nicht von der Ausnahme erfasst. Verdeckte Rückkäufe sind damit jedoch nicht generell unzulässig, sondern nur dann, wenn sie gegen die Verbote der Marktmanipulation und des Insiderhandels verstossen. Die Ausnahme kommt nur dann zum Tragen, wenn die sog. Black-out-Perioden gemäss Artikel 55b beachtet werden (vgl. Ausführungen zu Art. 55b).

Zudem wird wie nach bisherigem Recht vorausgesetzt, dass das Rückkaufprogramm im Fall des Rückkaufs zum Festpreis oder durch die Ausgabe von Put-Optionen mindestens zehn Börsentage und im Fall des Rückkaufs zum Marktpreis höchstens drei Jahre dauert (Bst. a), der Umfang der Rückkäufe gesamthaft 10% des Kapitals und der Stimmrechte und 20% des frei handelbaren Anteils der Aktien nicht übersteigt (Bst. b), der wesentliche Inhalt des Rückkaufprogramms mittels Rückkaufinserat vor Beginn und während der gesamten Dauer des Rückkaufprogramms veröffentlicht wird (Bst. f) und die einzelnen Rückkäufe der Börse als Teil des Rückkaufprogramms spätestens am siebten Börsentag nach dem Rückkauf gemeldet und durch die Emittentin veröffentlicht werden (Bst. g).

Zur Verbesserung der Transparenz und der Gleichbehandlung der Anlegerinnen und Anleger sowie in Angleichung an das Recht der EU wird neu vorausgesetzt, dass der Umfang der Rückkäufe pro Tag 25% des während dreissig Tagen vor der Veröffentlichung des Rückkaufprogramms durchschnittlich börslich gehandelten Tagesvolumens nicht übersteigt (Bst. c). Überdies darf der Kaufpreis nicht höher sein als der letzte unabhängig erzielte Abschlusspreis oder als der gegenwärtig beste unabhängig Angebotspreis, sofern dieser unter

dem letzten unabhängig erzielten Abschlusspreis liegt (Bst. d). Zudem dürfen während des Rückkaufprogramms keine eigenen Beteiligungspapiere verkauft werden (Bst. e). Durch die Limitierung auf den letzten unabhängig bezahlten Abschlusspreis bzw. des gegenwärtig besten unabhängigen Angebotspreises wird gewährleistet, dass die mit den Beteiligungsrückkäufen verbundene zusätzliche Nachfrage den Effektenpreis nur beschränkt beeinflussen kann. Es wird insbesondere verhindert, dass die Emittentin auf die Briefseite des Orderbuches einwirken und einen direkten Preiserhöhungsdruck ausüben kann. Zwar erlaubt auch die neue Regelung der Emittentin, bessere als die vorhandenen Kaufangebote zu stellen. Die Beeinflussung wird jedoch bis auf die Höhe des letzten unabhängig erzielten Abschlusspreises bzw. des gegenwärtig besten unabhängigen Angebotspreises beschränkt.

Die neue Regelung führt dazu, dass die Emittentin auf der zweiten Handelslinie keinen höheren Preis mehr bieten darf als den Marktpreis. Damit die zweite Handelslinie, welche für die Emittentin aus Gründen der Berechnung der Verrechnungssteuer und für die Anbieter bislang aufgrund der risikolos erzielbaren Kursgewinne (Arbitrage) attraktiv war, erhalten bleibt, muss die Emittentin inskünftig für die Anbieter ihrer Beteiligungen auf der zweiten Handelslinie andere Anreize schaffen als die Aussicht auf risikolose Kursgewinne. Eine Möglichkeit ist beispielsweise eine feste Kommission, die die Emittentin dem Verkäufer zur Deckung ihrer Kosten (Zinskosten für die zeitlich verzögerte Verrechnungssteuer-Rückvergütung, Kapitalkosten, Bearbeitungskosten, etc.) entrichtet.

Gemäss Artikel 55a Absatz 2 kann die Übernahmekommission im Einzelfall Rückkäufe in einem grösseren Umfang als nach Absatz 1 Buchstabe b und c vorgesehen bewilligen. Eine solche Ausnahme ist insbesondere bei ausserordentlich niedriger Liquidität gerechtfertigt.

Die FINMA kann die in Artikel 55a umschriebenen Voraussetzungen im Rahmen ihres revidierten Rundschreibens weiter konkretisieren (vgl. Art. 7 Abs. 1 FINMAG).

Artikel 55a regelt die Rückkäufe eigener Beteiligungspapiere im Rahmen von öffentlichen Kaufangeboten nicht in ihrer Gesamtheit, sondern ausschliesslich unter dem Aspekt des Marktmissbrauchs, d.h. des Insiderhandels und der Marktmanipulation. Die Bestimmungen des Übernahmerechts (Art. 22 ff. BEHG inkl. Ausführungsbestimmungen) bleiben daher vorbehalten. Das Rundschreiben Nr. 1 der Übernahmekommission wird in diesem Bereich auch zukünftig Anwendung finden. Es wird jedoch aufgrund der Änderung des Börsengesetzes und vorliegender Verordnungsänderung umfassend revidiert werden müssen. Dabei ist davon auszugehen, dass die zum heutigen Zeitpunkt im Rundschreiben enthaltenen Bestimmungen zum marktmissbräuchlichen Verhalten gestrichen und durch einen Verweis auf die Börsenverordnung ersetzt werden. Das Rundschreiben wird damit nur noch Bestimmungen zu anderen, übernahmerechtlichen Aspekten enthalten.

#### *Art. 55b (neu)* Black-out-Perioden

Die Ausnahme gemäss Artikel 55a Absatz 1 findet keine Anwendung beim Rückkauf eigener Beteiligungspapiere im Rahmen eines Rückkaufprogramms, wenn der Rückkauf während den in Artikel 55b Absatz 1 genannten Zeitspannen angekündigt oder vorgenommen wird. Während diesen sog. Black-out-Perioden verfügt die Emittentin typischerweise über wichtige Insiderinformationen. Könnten diese uneingeschränkt verwendet werden, würde dies unter dem Gesichtspunkt des Insiderhandels die Transparenz des Börsenhandels, die Gleichbehandlung der Anlegerinnen und Anleger und die Funktionsfähigkeit des Börsenhandels beeinträchtigen. Da der Rückkauf eigener Beteiligungspapiere während den Black-out-Perioden zudem in hohem Masse geeignet ist, den Markt zu täuschen, sind die genannten Rechtsgüter auch unter dem Gesichtspunkt der Marktmanipulation tangiert.

In den Fällen gemäss Artikel 55b Absatz 2 haben die bei der Emittentin allenfalls vorhandenen Insiderinformationen keinen Einfluss auf den Rückkauf der eigenen Beteiligungen. Der Rückkauf ist daher in diesen Fällen ausdrücklich auch während den Black-out-Perioden zulässig.

Die Bestimmung entspricht inhaltlich dem geltenden FINMA-RS (vgl. Rz 21 und 33) und dem Rundschreiben Nr. 1 der Übernahmekommission (vgl. UEK-RS, RN 13 ff., 24 und 25).

#### *Art. 55c (neu)* Inhalt des Rückkaufinserats

Aus Gründen der Transparenz ist der wesentliche Inhalt des Rückkaufprogramms mittels Rückkaufinserat vor Beginn und während der gesamten Dauer des Rückkaufprogramms zu veröffentlichen (vgl. Art. 55a Bst. f). Artikel 55c präzisiert den wesentlichen Inhalt des Rückkaufprogramms. Die Bestimmung entspricht inhaltlich dem geltenden FINMA-RS (vgl. Rz 21 und 33) und dem UEK-RS (vgl. RN 13 ff., 24 und 25).

#### *Art. 55d (neu)* Preisstabilisierung nach öffentlicher Effektenplatzierung

Effektengeschäfte, die bezwecken, den Kurs einer Effekte zu stabilisieren, bewirken regelmässig eine Täuschung des Marktes, womit sie grundsätzlich vom Verbot der Marktmanipulation (Art. 33f Abs. 1 BEHG) erfasst werden. Erfolgen sie zudem gestützt auf Insiderinformationen, können sie auch unter das Insiderverbot (Art. 33e Abs. 1 BEHG) fallen.

Die Kursstabilisierung nach einer öffentlichen Effektenplatzierung (sog. Preisstabilisierung) ist jedoch wirtschaftlich gerechtfertigt. Sie bewirkt hauptsächlich die vorübergehende Kursstützung unter Verkaufsdruck geratener neu ausgegebener Effekten, mindert so den allenfalls durch kurzfristige Anleger verursachten Verkaufsdruck bzw. die unerwünschte Volatilität und hält für die relevanten Effekten geordnete Marktverhältnisse aufrecht. Dies liegt sowohl im Interesse der Anleger, die die relevanten Effekten gezeichnet oder gekauft haben, als auch im Interesse der Emittenten. Auf diese Weise können Effektengeschäfte zum Zweck der Preisstabilisierung nach einer öffentlichen Platzierung das Vertrauen der Anleger und der Emittenten in die Finanzmärkte stärken. Artikel 55d nimmt daher Effektengeschäfte zum Zweck der Preisstabilisierung unter bestimmten Voraussetzungen, welche die Transparenz, die Gleichbehandlung der Anlegerinnen und Anlegerin und die Funktionsfähigkeit des Finanzmarktes gewährleisten sollen (vgl. Art. 1 BEHG), vom Verbot des Insiderhandels und der Marktmanipulation aus.

Von der Ausnahme erfasst werden nur Effektengeschäfte, die innerhalb von 30 Tagen nach der öffentlichen Platzierung der zu stabilisierenden Effekte erfolgen (vgl. Art. 55d Bst. a). Es ist dabei unerheblich, ob es sich um eine erstmalige Platzierung handelt oder um eine Platzierung infolge einer Kapitalerhöhung. Die sog. Kurspflege, d.h. Effektengeschäfte zum Zweck der Kursstabilisierung, welche nicht nach einer öffentlichen Effektenplatzierung erfolgen, wird von der Ausnahme nicht erfasst. Damit wird eine Angleichung an bewährte internationale Standards und den Standard der EU im Besonderen vorgenommen. Dabei ist gegen Kurspflege – verstanden als das Bereitstellen eines Marktes, indem ein Emittent oder ein beauftragter Dritter für Liquidität im Handel eines Titels sorgt (um ungerechtfertigten Preisausschlägen entgegenzuwirken) – nichts einzuwenden. Solches Vorgehen bezweckt keine Kursfixierung oder Stützung des Kurses gegen den Markttrend, sondern die Bereitstellung von handelbarem Volumen (im Rahmen einer bestimmten Geld-Brief-Spanne, die sich mit dem Preistrend des Marktes bewegt). Das Bereitstellen von Liquidität bzw. Market Making wird vom Verbot der Marktmanipulation (Art. 33f Abs. 1 BEHG) nicht erfasst. Es fehlt definitiungsgemäss am Merkmal des falschen oder irreführenden Signals. Greift die Emittentin oder

eine dritte Person aber dergestalt in den Markt ein, dass sie den Kurs der Titel gegen den Markttrend nach oben oder unten bewegt oder auf einem künstlichen Niveau fixiert, so wird dies vom Verbot der Marktmanipulation erfasst. Die FINMA wird in ihrem Rundschreiben Ausführungsbestimmungen zur Abgrenzung des Market Makings insbesondere gegenüber der Marktmanipulation und falls notwendig zu den weiteren Voraussetzungen gemäss Artikel 55d erlassen.

#### *Art. 55e (neu)    Übrige zulässige Effektengeschäfte*

##### *Bst. a*

Der eigene Entschluss, Effekten, die an einer Börse oder einer börsenähnlichen Einrichtung in der Schweiz zum Handel zugelassen sind, zu erwerben, zu veräussern oder daraus abgeleitete Finanzinstrumente einzusetzen, kann unter bestimmten Voraussetzungen in seltenen Fällen kursrelevant und daher formell vom Begriff der Insiderinformation im Sinne von Artikel 2 Buchstabe f BEHG erfasst sein. Die Umsetzung eines solchen Entschlusses würde diesfalls unter das Verbot des Insiderhandels fallen. Damit würden jedoch solche Effektengeschäfte verunmöglicht, was nicht Sinn und Zweck des Insiderverbots sein kann. Aus diesen Gründen nimmt Artikel 55e Buchstabe a die Umsetzung des eigenen Entschlusses, ein Effektengeschäft zu tätigen, vom Verbot des Insiderhandels aus, soweit der Entschluss nicht aufgrund einer Insiderinformation gefasst wurde.

Organe oder Dritte – insbesondere Effektenhändler – setzen einen Entschluss einer anderen Person nur dann um, wenn die Umsetzung plankonform und auf Rechnung der Person erfolgt, die den Entschluss gefasst hat. Organe, die im Wissen um einen vertraulichen und kursrelevanten Entschluss der juristischen Person auf eigene Rechnung Effektengeschäfte tätigen, fallen nicht unter die Ausnahmebestimmung.

Die Bestimmung kodifiziert in Übereinstimmung mit internationalen Regelungen in allgemeiner und abschliessender Weise den in der schweizerischen Lehre und Rechtsprechung im Zusammenhang mit dem Straftatbestand des Insiderhandels (Art. 40 BEHG) anerkannten – jedoch bisher nicht genau definierten – Grundsatz «Keiner kann sein eigener Insider sein». Mit der Kodifizierung wird unter anderem klargestellt, dass der erwähnte Grundsatz nicht – wie in der Lehre vereinzelt vertreten – bedeuten kann, dass Transaktionen mit eigenen Effekten unter dem Gesichtspunkt des Insiderhandels generell zulässig sind.

##### *Bst. b*

Artikel 55e Buchstabe b stellt einer der Hauptanwendungsfälle von Artikel 55e Buchstabe a dar. Die Bestimmung stellt ausdrücklich klar, dass der Erwerb von Effekten der Zielgesellschaft durch die potenzielle Anbieterin im Hinblick auf die Veröffentlichung eines öffentlichen Kaufangebots (vorausgegangener Erwerb) zulässig ist. Vorausgesetzt wird auch diesfalls, dass der Entschluss, ein öffentliches Kaufangebot zu veröffentlichen, nicht aufgrund einer Insiderinformation gefasst wurde.

##### *Bst. c*

Bund, Kantone und Gemeinden sowie die Schweizerische Nationalbank (SNB) sind zur Erfüllung ihrer öffentlichen Aufgaben darauf angewiesen, auch Insiderinformationen verwenden zu dürfen sowie Effektengeschäfte zu tätigen, die den Markt täuschen können. Artikel 55e Buchstabe c erklärt daher die Vornahme von Effektengeschäfte von Bund, Kantonen, Gemeinden und der SNB im Rahmen ihrer öffentlichen Aufgaben als zulässig, sofern sie nicht

zu Anlagezwecken erfolgen.

Die Frage, ob ein Anlagezweck vorliegt, lässt sich grundsätzlich nach der Zuordnung der Beteiligungen zum Finanz- und Verwaltungsvermögen beantworten. Dabei ist zu beachten, dass beim Bund der Erwerb von Beteiligungsrechten an Erwerbsunternehmen zu Anlagezwecken generell verboten ist (vgl. Art. 62 Abs. 2 Finanzhaushaltsgesetz vom 7. Oktober 2005<sup>5</sup>).

#### *Art. 55f (neu)* Zulässige Mitteilung von Insiderinformationen

Unzulässig handelt, wer eine Information, von der er weiss oder wissen muss, dass es eine Insiderinformation ist, einem anderen mitteilt (Art. 33e Abs. 1 Bst. b BEHG). Die Weitergabe von Insiderinformationen muss allerdings immer dann zulässig sein, wenn der Informationsempfänger zur Erfüllung seiner gesetzlichen oder vertraglichen Pflichten auf die Kenntnis der Insiderinformation angewiesen ist. Gesetzliche Pflichten müssen in einem Gesetz im formellen oder materiellen Sinn enthalten sein. Als vertragliche Pflichten kommen nur solche in Frage, welche in Übereinstimmung mit den einschlägigen Rechtsnormen gültig zustande gekommen sind.

Zulässig ist insbesondere die Weitergabe von Insiderinformationen vom Auftraggeber an beauftragte Dritte. Zu denken ist dabei beispielsweise an die Mitteilung von Insiderinformationen an einen Rechtsanwalt oder sonstigen Berater etwa im Zusammenhang mit einer M&A-Transaktion (vgl. auch FINMA-RS, Rz 18). Zulässig ist namentlich auch die Weitergabe von Insiderinformationen durch den abgeordneten Verwaltungsrat einer Körperschaft des öffentlichen Rechts an die abordnende Körperschaft, damit diese ihr öffentliches Interesse wahrnehmen und entsprechende Weisungen erteilen kann. Ebenfalls zulässig ist die Weitergabe von Insiderinformationen zwecks Überprüfung der Einhaltung von regulativen (beispielsweise Wettbewerbs-, Preisbildungs- und Grundversorgungsverpflichtungen) und strategischen Vorgaben (beispielsweise die Einhaltung strategischer Ziele und Leistungsaufträge), die im öffentlichen Recht verankert sind.

### **3 Rechtsvergleich mit der EU**

#### **3.1 Marktmissbrauchsrichtlinie**

Die geltende Richtlinie 2003/6/EG des europäischen Parlaments und des Rats vom 28. Januar 2003 über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation<sup>6</sup> (nachfolgend: Marktmissbrauchsrichtlinie, MAD<sup>7</sup>) verpflichtet jeden Mitgliedstaat im Sinne einer Mindestanforderung, verwaltungsrechtliche Massnahmen gegen Insiderhandel und Marktmanipulation vorzusehen. Die in der Marktmissbrauchsrichtlinie definierten Verbote des Insiderhandels und der Marktmanipulation entsprechen dabei im Wesentlichen den mit der Änderung des Börsengesetzes eingeführten Artikeln 33e und 33f BEHG. Sie gelten dabei nicht absolut. Insbesondere werden der Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen und Kursstabilisierungsmassnahmen gemäss der Durchführungsverordnung Nr. 2273/2003 über Ausnahmeregelungen für Rückkaufprogramme und Kursstabilisierungsmassnahmen im Sinne von sog. Safe harbour-Regeln von den genannten Verboten ausgenommen (vgl. Art. 8 MAD). Das Verbot der Marktmanipulation gilt zudem nicht für Geschäfte, welche im betroffenen Mitgliedstaat in Übereinstimmung mit der Durchführungsrichtlinie 2004/72 EG als zulässige Marktpraxis (sog. accepted market practice) anerkannt sind (Art. 1 Ziff. 2 Bst. a).

<sup>5</sup> SR 611.0

<sup>6</sup> ABl. L 96 vom 12.4.2003, S. 16, geändert durch RL 2010/78/EU, ABl. L 331 vom 15.12.2010, S. 120.

<sup>7</sup> Market Abuse Directive.

### **3.2 Vorschlag Marktmissbrauchsverordnung**

Die Europäische Kommission hat am 20. Oktober 2011 einen Vorschlag für eine Verordnung über Insider-Geschäfte und Marktmanipulation (E-MAR) verabschiedet.<sup>8</sup> Die in der E-MAR vorgeschlagenen Verbote des Insiderhandels und der Marktmanipulation entsprechen dabei inhaltlich weitgehend den Artikeln 33e und 33f BEHG. Sie gelten nicht für den Handel mit eigenen Aktien im Rahmen von Rückkaufprogrammen, wenn die Einzelheiten des Programms vor dem Beginn des Handels vollständig offengelegt werden, die Abschlüsse der zuständigen Behörde als Teil des Rückkaufprogramms gemeldet und anschliessend öffentlich bekanntgegeben werden und in Bezug auf Kurs und Volumen angemessene Grenzen eingehalten werden (Art. 3 Ziff. 1 E-MAR). Zudem geltend die Verbote nicht für den Handel mit eigenen Anteilen zur Stabilisierung des Kurses eines Finanzinstruments, wenn die Dauer der Stabilisierungsmassnahme begrenzt ist, einschlägige Informationen zur Stabilisierung offengelegt werden und in Bezug auf Kurs und Volumen angemessene Grenzen eingehalten werden (Art. 3 Ziff. 2 E-MAR). Die Voraussetzungen, unter denen Rückkaufprogramme und Stabilisierungsmassnahmen zulässig sind, sind von der EU-Kommission noch zu präzisieren (Art. 3 Ziff. 3 E-MAR). Weiter gilt die Verordnung nicht für Massnahmen der Geld- oder Wechselkurspolitik, des Staatsschuldenmanagements und der Klimapolitik (Art. 4 E-MAR).

Der Vorschlag der Kommission wird zurzeit vom Europäischen Parlament und vom Europäischen Rat behandelt. Dabei wird unter anderem diskutiert, ob die bestehende Ausnahme der accepted market practice weiterhin bestehen soll. Das Datum der Inkraftsetzung steht noch nicht fest.

### **3.3 Beurteilung der Vorlage im Vergleich zum europäischen Recht**

Um den Marktzutritt schweizerischer Finanzdienstleistungserbringer zur EU zu gewährleisten, wurde bei der Ausarbeitung der Verordnung bewusst eine möglichst EU-konforme Regulierung angestrebt. Da der definitive Wortlaut der Marktmissbrauchsverordnung in der EU noch nicht verabschiedet und auch die ausführenden Bestimmungen noch nicht erarbeitet wurden, ist es möglich, dass die EU geringfügig vom schweizerischen Recht abweichen wird. Gemäss heutiger Einschätzung dürfte dies jedoch einer Äquivalenzanerkennung der schweizerischen Regulierung nicht im Wege stehen.

---

<sup>8</sup> Vgl. [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/abuse/index\\_de.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/abuse/index_de.htm)