

# Rechtsvergleichung und Rechtsvereinheitlichung

Herausgegeben von der  
Gesellschaft für Rechtsvergleichung e.V.

25





# Finanzmarktregulierung in der Krise

Verhandlungen der Fachgruppen  
Vergleichendes Handels- und Wirtschaftsrecht  
und Europarecht anlässlich der 34. Tagung  
für Rechtsvergleichung  
vom 12. bis 14. September 2013 in Marburg

Herausgegeben von  
Peter Jung und Jürgen Schwarze

Mohr Siebeck

*Peter Jung* ist Ordinarius für Privatrecht an der Universität Basel und Gastprofessor an der Universität Panthéon-Assas Paris II.

*Jürgen Schwarze* ist Professor emeritus für deutsches und ausländisches Öffentliches Recht, Europa- und Völkerrecht an der Universität Freiburg.

ISBN 978-3-16-153425-6

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliographie; detaillierte bibliographische Daten sind im Internet über <http://dnb.dnb.de> abrufbar.

© 2014 Mohr Siebeck Tübingen. [www.mohr.de](http://www.mohr.de)

Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung des Verlags unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Das Buch wurde von Computersatz Staiger in Rottenburg/N. aus der Garamond-Antiqua gesetzt, von Gulde-Druck in Tübingen auf alterungsbeständiges Werkdruckpapier gedruckt und gebunden.

Digitaler Sonderdruck des Autors mit Genehmigung des Verlages

## Vorwort

Die 34. Tagung der Gesellschaft für Rechtsvergleichung vom 12. bis 14. September in Marburg stand unter dem Generalthema „Recht und Rechtsvergleichung in der Finanzkrise“. Der vorliegende Band enthält den Festvortrag von *Thomas von Danwitz* zur Rolle des Gerichtshofs in der Finanzkrise sowie sämtliche Referate, die auf der von den Fachgruppen für vergleichendes Handels- und Wirtschaftsrecht sowie Europarecht gemeinsam veranstalteten Auftaktsitzung zum Thema „Finanzmarktregulierung in der Krise“ gehalten wurden.

Die letzte globale Finanzkrise von 2007/2008 hat Schwachstellen in der Regulierung der verschiedenen Finanzmärkte, Akteure und Produkte offenbart. So wurde beispielsweise die zu großzügige Anrechnung von Eigenmitteln unter dem Basel II-Regime deutlich. Die Einschätzung und Berücksichtigung der direkt oder indirekt mit bestimmten Finanzprodukten wie etwa Kreditderivaten verbundenen Risiken fiel offenbar nicht nur privaten Anlegern schwer. Systemrisiken wurden verkannt und Kanäle ihrer Übertragung nicht versperrt. In der Schweiz geriet die im Finanzsektor traditionell weit verbreitete Selbstregulierung in die Kritik. In manchen Ländern auch Europas hatte man das gänzliche Fehlen einer effektiven Finanzmarktaufsicht zu konstatieren. Nationale Regierungen, Gesetzgeber und Aufsichtsbehörden mussten angesichts der globalen Ursachen und Auswirkungen der Finanzkrise sowie der gerade auch aus Sicht der Europäischen Union förderungswürdigen grenzüberschreitenden Tätigkeit der Finanzdienstleister ihre weitgehende Ohnmacht erkennen. Diese und andere Fragen der Ursachenanalyse bildeten den einen, eher rückwärtsgewandten Aspekt unseres Sitzungsthemas.

Mit dem Titel „Finanzmarktregulierung in der Krise“ wollten wir aber auch und vor allem die diversen Reaktionen auf nationaler, supranationaler und internationaler Ebene in den Blick nehmen. Schließlich hat die letzte Finanzkrise eine bislang beispiellose Regulierungswelle ausgelöst. Allein von der Europäischen Union wurden seit Ende 2009 über 40 Rechtsakte mit teils erheblichem Umfang in unmittelbarer Reaktion auf die Finanzkrise verabschiedet. Besonders umstritten waren und sind dabei die Maßnahmen zur schrittweisen Einführung einer europaweit einheitlichen und zentralisierten Aufsicht sowie zur Stärkung der Widerstandskraft von Banken, die politisch unter dem Schlagwort der Bankenunion zusammengefasst werden. So wurde in Marburg namentlich über die inzwischen eingeführte letztinstanzliche Zuständigkeit der

Europäischen Zentralbank für die Aufsicht über die derzeit ca. 6000 Kreditinstitute aus Mitgliedstaaten der Bankenunion sowie über die nunmehr ebenfalls verabschiedeten Maßnahmen im Bereich der Bankeninsolvenz und Einlagensicherung diskutiert. Schon damals war klar, dass es nicht mehr nur um Feinjustierungen und kleinschrittige Maßnahmen, sondern eine ganz neue Architektur der Regulierung geht. Das birgt durchaus Chancen, aber vor allem auch Risiken. Wenn etwa bei der umfassenden Zusammenführung der ohne Anhänge knapp 300 Amtsblattseiten füllenden EU-Verordnung zur Eigenmittelausstattung von Banken mit dem bisherigen deutschen Aufsichtsrecht eine „Entkernung des Aufsichtsrechts“ erfolgen soll, dann besteht nicht nur die Gefahr von neuen Inkonsistenzen, Unsicherheiten und Unzulänglichkeiten. Es droht zugleich die Aushöhlung der bisherigen Regulierung. Die verbleibenden Fassaden wären den hohen Anforderungen dann sicherlich nicht mehr gewachsen. Die Finanzmarktregulierung geriete ihrerseits in eine Krise.

Die folgenden Beiträge der aus verschiedenen Ländern stammenden und auf unterschiedlichen Feldern tätigen Referenten behandeln wichtige Aspekte der tatsächlich wie rechtlich sehr vielschichtigen Themas: So beschäftigt sich *Thomas von Danwitz* (EuGH, Luxemburg) mit den krisenbedingten Herausforderungen für die Europäische Union als Rechtsgemeinschaft und für ihren Gerichtshof als deren zentraler Institution. *Emilios Avgouleas* (Universität Edinburgh) nimmt eine ökonomische Analyse der jüngeren anglo-amerikanischen Gesetzgebung im Bankenaufsichtsrecht vor. Mit der neuen Rolle der Zentralbanken in der makro- und mikroprudentiellen Finanzmarktaufsicht beschäftigt sich *Phoebus Athanassiou* (EZB, Frankfurt/M.). *Urs Zulauf* (ehem. FINMA, Bern) wirft einen Blick auf die Selbstregulierung der Finanzmarktakteure, die in unterschiedlichen Formen auch nach der Finanzkrise ihre zentrale Bedeutung im Schweizer Finanzmarktrecht behauptet hat. *Adrian Glaesner* (Allianz SE, München) bringt schließlich noch die Perspektive eines beaufsichtigten Versicherungsunternehmens ein.

Wir danken den Referenten ganz herzlich für die Veröffentlichung ihrer Beiträge in diesem Band. Für ihre Mithilfe bei der Drucklegung sind wir zudem Frau *Esther Reymann* in Basel zu Dank verpflichtet.

Basel und Freiburg, im Mai 2014

*Peter Jung*  
*Jürgen Schwarze*

## Inhaltsverzeichnis

<i>Thomas von Danwitz</i> Der Gerichtshof in der Finanzkrise .....	1
<i>Emilios Avgouleas</i> The Law and Economics of state intervention in the anglo-american banking sector .....	19
<i>Phoebus Athanassiou</i> The evolving role of central banks in banking supervision .....	71
<i>Urs Zulauf</i> Koregulierung statt Selbstregulierung .....	83
<i>Adrian Glaesner</i> Allfinanzaufsicht und Finanzkrise: die Perspektive eines regulierten Unternehmens .....	113
Autorenverzeichnis .....	125
Sachverzeichnis .....	127





# Koregulierung statt Selbstregulierung

## Erfahrungen mit der Selbstregulierung im Schweizer Finanzmarktrecht seit der Finanzkrise von 2007

*Urs Zulauf*

### I. Einleitung

Gegenstand dieser Ausführungen sind die Selbstregulierung im Schweizer Finanzmarktrecht und die Erfahrungen damit seit der Finanzkrise. Ich werde das Thema für ausländische und mit Schweizer Verhältnissen nicht näher vertraute Betrachter behandeln, aber keinen eigentlichen Rechtsvergleich vornehmen.<sup>1</sup> Dies ist also kein rechtsvergleichendes Referat.<sup>2</sup> Höchstens könnte es einem Rechtsvergleich dienlich sein.

Gleich zu Beginn: Die Selbstregulierung<sup>3</sup> ist für das Schweizer Finanzmarktrecht<sup>4</sup> wichtig. Zur Begründung dieser Aussage gibt es verschiedene Indizien:

---

<sup>1</sup> Interessant dazu *Eva Hüpkles*, Regulation, Self-regulation or Co-regulation?, *The Journal of Business Law*, 2009 (5), 427, mit Beispielen selbstregulatorischer Initiativen auf internationaler Ebene.

<sup>2</sup> Zur Rolle der Rechtsvergleichung im Schweizer Wirtschaftsrecht und der Selbstregulierung *Peter Viktor Kunz*, Instrumente der Rechtsvergleichung in der Schweiz bei der Rechtssetzung und bei der Rechtsanwendung, *Zeitschrift für Vergleichende Rechtswissenschaft* 108, 2009, 31–82, insbesondere 60 ff.

<sup>3</sup> Sämtliche hier behandelten Selbstregulierungen sind in ihrer per Ende 2012 geltenden Fassung bei *Luc Thévenoz und Urs Zulauf*, BF: Bank- und Finanzmarktrecht: Regulierung und Selbstregulierung der Banken, Börsen, Effektenhändler, Anlagefonds und Finanzmärkte in der Schweiz, 2013, Bern: Weblaw. (als Datenbank aufdatiert unter [www.bfonline.ch](http://www.bfonline.ch) zugänglich), Bank und Finanzmarktrecht, Kapitel D. Die Selbstregulatoren publizieren sie auch auf ihren Webseiten. Die FINMA referenziert die links auf durch sie als Mindeststandard anerkannte Selbstregulierungen im Anhang ihres Rundschreibens 2008/10 »Selbstregulierung als Mindeststandard«.

<sup>4</sup> Das »Finanzmarktrecht« umfasst, vereinfacht gesagt, alle (staatlichen und privaten) Normen welche den Finanzmarkt oder seine Akteure direkt oder indirekt regulieren, dazu *Urs Zulauf*, und *Mirjam Eggen*, Finanzmarktrecht, 2013, 6 ff.

- Es gibt erstens für den Schweizer Finanzmarkt eine grosse Zahl von Selbstregulierungen und Selbstregulierungsorganisationen.<sup>5</sup>
- Zweitens hält die Proliferation neuer Selbstregulierungen an, wenn auch in letzter Zeit etwas gebremst.<sup>6</sup>
- Drittens kennt das Finanzmarktaufsichtsgesetz eine eigentliche »Verfassung« für Selbstregulierung und verschiedene Finanzmarktgesetze beziehen sich auf sie.<sup>7</sup>
- Viertens fand es die damalige Schweizer Bankenaufsichtsbehörde EBK im Jahr 2007 als angebracht, ihre Position zur Selbstregulierung in einem Positionspapier<sup>8</sup> zu definieren.
- Schliesslich befassen sich fünftens zahlreiche Autoren<sup>9</sup> in der Literatur und die Schweizer Rechtsprechung<sup>10</sup> zentral oder zumindest am Rande mit dem Thema.

<sup>5</sup> Dazu nachfolgend Ziffer 0 in fine.

<sup>6</sup> Dazu nachfolgend die 9 EBeispielboxen in den Ziffern 0,0 und 0.

<sup>7</sup> Dazu nachfolgend Ziffer 0.

<sup>8</sup> Eidg. Bankenkommission EBK (2007).

<sup>9</sup> So die *Dissertation* von *Lukas Morscher*, »Die Regulierung der schweizerischen Finanzmärkte: eine wirtschaftsrechtliche Untersuchung zum Verhältnis von hoheitlicher Regulierung und Selbstregulierung«, 1992; und die *Aufsätze* von *Christian Heierli*, »Das Konzept der Selbstregulierung im GwG: rechtliche Grundlagen und Mängel bei der praktischen Umsetzung«, *GesKR: Gesellschafts- und Kapitalmarktrecht*, 2010; *Eva Hüpkies*, (Fn. 1); *Wolfgang Wohlers*, »Selbstregulierung – Aufsichtsrecht – Strafrecht: (Ziel-)Konflikte und Interdependenzen«. *Finanzmarkt ausser Kontrolle?: Selbstregulierung, Aufsichtsrecht, Strafrecht: 3. Zürcher Tagung zum Wirtschaftsstrafrecht*, 2009; *Nadja Capus*, »Selbstregulierung als neue Steuerungsmethode der schweizerischen Geldwäschbekämpfung«. *Zeitschrift für die gesamte Strafrechtswissenschaft*, 2002, 696–719 und *Nadja Capus*, »Selbstregulierung: ein taugliches Instrument zur Kontrolle der Geldwäscherei?« *Öffentlich – Privat: Neue Aufgabenteilung in der Kriminalitätskontrolle?*, 2006; *Peter Viktor Kunz*, »Corporate Governance – Tendenz von der Selbstregulierung zur Regulierung«. *Festschrift für Peter Böckli zum 70. Geburtstag*, 2006; *Mark Pieth*, »Korruptionsprävention: eine Fallstudie zur Verschränkung von staatlicher Regulierung und Selbstregulierung der Wirtschaft«. *Öffentlich – Privat: Neue Aufgabenteilung in der Kriminalitätskontrolle*, 2006; *Stephan Stadler*, »Die gelenkte Selbstregulierung im Bereich der Geldwäscherei«. *LeGes (17)2006*, 2006, 49–58; *Urs Zulauf*, »Selbstregulierung im Banken- und Finanzsektor: Thesen der Eidgenössischen Bankenkommission«. *LeGes (17)2006*, 2006, 31–48; *Didier de Montmollin*, »L'auto-réglementation à la Suisse: ses atouts à la lumière de l'expérience du terrain«. *Jusletter*, 2005; *Peter Nobel* und *Heinz Zimmermann*, »Regulierung, Überregulierung, Selbstregulierung aus juristischer und ökonomischer Sicht«. *Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz*, 2005; *Rolf Watter* und *Dieter Dubs*, »Bedeutung und Zukunft der Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht«. *Schweizer Treuhänder: Monatszeitschrift für Revision, Rechnungswesen und Beratung: Offizielles Organ der Schweizerischen Treuhand- und Revisionskammer*, 2005; *Hugo Renz*, »Selbstregulierung im schweizerischen Bankwesen: ein Erfolgsrezept?« *Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts: Festschrift für Dieter Zobl zum 60. Geburtstag*, 2004; *Luc Thévenoz*, »Pas d'auto-réglementation sans consultation«. *De lege ferenda: Réflexions sur le droit désirable en l'honneur du professeur Alain Hirsch*, 2004; *Wolfgang*

## II. Staatliche Regulierung und Selbstregulierung

Staatliche Regulierung stützt sich auf die rechtstaatlich und demokratisch verfasste hoheitliche Befugnis *staatlicher* Behörden, generell abstrakte und allgemein verbindliche Normen zu erlassen und durchzusetzen.

Anders die Selbstregulierung: sie wird durch private Organisationen, Interessengruppen oder Verbände ausgearbeitet und erlassen (Selbstreglementierung). Sie wirkt für die sich selbst regulierte Branche, hat aber oft auch Drittwirkung z.B. auf deren Kunden. Selbstregulierung kann zudem auch die Durchsetzung und die Sanktionierung von Normen durch Private umfassen (Selbstüberwachung).

Es besteht zwar im Grundsatz ein klarer Gegensatz zwischen staatlicher Regulierung und Selbstregulierung. Dieser Gegensatz sollte aber jedenfalls für das Schweizer Finanzmarktrecht nicht überbewertet werden<sup>11</sup>:

- Zum einen sind private Interessengruppen bei staatlichen Regulierungen von Anfang bis Ende in den Regulierungsprozess einbezogen. Dieser Einfluss erfolgt sowohl informell durch Lobbyarbeit als auch formell durch Stellungnahmen in Konsultationsverfahren. Allerdings decken sich die von den Behörden zu verfolgenden öffentlichen Interessen zwangsläufig nicht immer

---

*Wiegand und Jürg Wichter mann*, »Die Standesregeln der Banken als »blosse« Auslegungshilfe – zur (Un-)Verbindlichkeit von Selbstregulierungen / Wolfgang Wiegand, Jürg Wichter mann«. *Recht. Stämpfli*, 2000, sowie *Wolfgang Wiegand* und *Jürg Wichter mann*, »Der Einfluss des Privatrechts auf das öffentliche Bankrecht«. *Banken im Spannungsfeld zwischen öffentlichem Recht und Privatrecht: Berner Bankrechtstag, 1999*; *Peter Nobel*, »Selbstregulierung«. *Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht: Festgabe für Jean-Paul Chapuis, 1998*; *Christoph Winzeler*, »Von der Interessenvertretung zur Wirtschaftspolizei?: Thematik und Problematik der Selbstregulierung am Beispiel der Verhaltensregeln für Effektenhändler«. *Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht: Festgabe für Jean-Paul Chapuis, 1998*, sowie *Christoph Winzeler*, »Der Einlegerschutz für Bankgläubiger im Spannungsfeld geschäftspolitischer Eigenverantwortung, gemeinschaftlicher Selbstregulierung und staatlicher Fremdregulierung (Gesetzgebung)«. *Schweizerische Zeitschrift für Wirtschaftsrecht: SZW*, 1994) war das Thema Gegenstand von zwei *Referaten* am Schweizerischen Juristentag: vgl. *Luzius Mader* und *Bernhard Rütsche*, »Regulierung, Deregulierung, Selbstregulierung: Anmerkungen aus legistischer Sicht«. *Zeitschrift für Schweizerisches Recht*, 2004 und *Jean-Baptiste Zufferey*, »(Dé-, re-, sur-, auto-, co-, inter-) réglementation en matière bancaire et financière: thèses pour un état des lieux en droit suisse«. *Zeitschrift für Schweizerisches Recht*, 2004.

<sup>10</sup> So z.B. der Entscheid des Zürcher Handelsgerichts vom 23.8.2012 (HG080050–O) zur Drittwirkung eines Zirkulars der Schweizerischen Bankiervereinigung von 1990 zur »Quellensteuerregelung bei Couponabrechnungen« oder die Entscheide des Bundesgerichts BGE 109 Ib 146, 111 Ib 126 und 125 IV 139 zur Rechtsnatur und (fehlenden) Bindungswirkung für Behörden der »Vereinbarung über die Standesregeln zur Sorgfaltspflicht der Banken (Sorgfaltspflichtvereinbarung) VSB«.

<sup>11</sup> Ebenso *Pieth* (Fn. 9), 289.

mit den sich oft widersprechenden und ändernden Wünschen der einen oder anderen privaten Interessengruppen.

- Zum anderen sind umgekehrt die staatlichen Behörden, d.h. im Schweizer Finanzmarktrecht vor allem die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht FINMA, in vielen Fällen wesentlich an der privaten Selbstregulierung beteiligt. Je nach den gesetzlichen Vorgaben im Einzelfall kann oder muss die FINMA Selbstregulierungen anregen, beauftragen, beeinflussen, als Mindeststandard genehmigen und damit allgemein verbindlich erklären, direkt oder als Bewilligungsvoraussetzung mit der Bewilligungserteilung indirekt und de facto genehmigen. Dieses Zusammenspiel staatlicher Behörden und privaten Interessengruppen bei der Regulierung wird mit dem Begriff »*Ko-regulierung*« umschrieben.

So sind die staatlichen Behörden und die privaten Interessengruppen bei beiden Regulierungsformen zum Dialog aufgefordert und auf den Dialog angewiesen. Sie müssen ernsthaft das Gespräch suchen und führen, aufmerksam und mit Verständnis zuhören und versuchen, einander zu verstehen. Dialog kann für Behörden aber nicht bedeuten, allen sich oft widersprechenden Anliegen privater Interessengruppen nachzugeben.

### III. Formen der Selbstregulierung

In Funktion der staatlichen Einflussnahme bestehen im Schweizer Finanzmarktrecht verschiedene Formen von Selbstregulierung. Die Begriffsbildung ist aber nicht gefestigt und die Abgrenzung fließend.

In der »*autonomen*«, »*freien*« oder »*echten*« Selbstregulierung normieren die privaten Regulatoren vollständig unabhängig und ohne jeden Einbezug staatlicher Behörden. So haben etwa einzelne ohne staatliche Einflussnahme beschlossene Empfehlungen oder Zirkulare der Schweizerischen Bankiervereinigung eine bestimmte normative Bedeutung für Dritte. Die wohl wichtigste geltende »freie« Selbstregulierung im Finanzmarktrecht ist der »*Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*« vom September 2002.<sup>12</sup> Auch dieser wurde aber seither in einem äusserst interessanten Prozess von staatlich beeinflussten oder staatlich erlassenen Rechtsakten überlagert:

#### **Beispiel 1 – Selbstregulierung im Bereich der Corporate Governance und insbesondere der Vergütungen von Leitungsorganen**

Im angelsächsischen Raum entwickelten sich Ende des 20. Jahrhunderts Grundsätze zur »guten Unternehmensführung«, welche sich (wie üblich getrieben durch »corpo-

---

<sup>12</sup> Geltende Fassung vom September 2007.

rate scandals») unter dem Begriff der »corporate governance« in Berichten<sup>13</sup> und *Codices*<sup>14</sup> niederschlugen.

Diese Strömung erfasste auch Kontinentaleuropa und die Schweiz.<sup>15</sup> Einer der Auslöser des »*Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*« Ende der 1990er Jahre war der Wunsch der UBS nach einer Zweitkotierung an der New York Stock Exchange. Dabei stand sie mangels Schweizer Governance Standards vor der (unbeliebten) Aussicht, US-Standards übernehmen zu müssen.<sup>16</sup> Nicht absehbar war damals, dass dieses Schicksal mit dem US Sarbanes-Oxley Act von 2002 ohnehin nicht mehr zu vermeiden war.

Der »Swiss Code« wurde durch den Schweizer Wirtschaftsdachverband *economiesuisse* im März 2002 verabschiedet und gilt seit Juli 2002. Als Autoren bezeichnet der Code selbst Professor Peter Böckli, den Vorsitzenden eines dazu eingesetzten Arbeitsausschusses. Der Code regelt u.a. die Aufgaben, Zusammensetzung und Arbeitsweise des Verwaltungsrates. Er postuliert, aber verlangt nicht zwingend getrennte Vorsitzende von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung. Der Code formuliert Grundsätze für den Umgang mit Interessenkonflikten und Insiderwissen. Zwingend verlangt er Ausschüsse des Verwaltungsrates z.B. für Nominationen, Entschädigung und Audit. Die Einhaltung des Codes ist freiwillig, und es sind entsprechend keine Aufsicht und Sanktionen vorgesehen.

Anders als etwa in Deutschland<sup>17</sup> war der Swiss Code zu Beginn ein Akt »freier Selbstregulierung«. Danach aber wechselte die Initiative über fünf Etappen klar zur staatlichen oder staatlich beeinflussten Regulierung. Inhaltlich ging es bei den weitergehenden Regeln vor allem um die *Vergütungen* der obersten Leitungsorgane:

1) So erliess die Schweizer Börse in Abstimmung mit *economiesuisse* im April 2002 eine von der damaligen Eidg. Bankenkommission EBK genehmigte »Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance (*Corporate Governance-Richtlinie, RLCG*)«. <sup>18</sup> Sie überlässt die *Substanz* dem Code, ergänzt diesen aber mit Anforderungen an die *Publikation* von Informationen zur Corporate Governance. Diese sind zwar nicht obligatorisch, ein Abweichen davon ist aber zu erklären (»*comply or explain*«).

<sup>13</sup> So der »Cadbury-Report« (1992) und Folgeberichte in Großbritannien (alle zugänglich auf der Webseite der Cambridge University: <http://www.jbs.cam.ac.uk/cadbury/report/index.html>) oder auf europäischer Ebene das Grünbuch »Corporate Governance in Finanzinstituten und Vergütungspolitik«, KOM(2010) 284 endg. und das Grünbuch »Europäischer Corporate-Governance Rahmen«, KOM(2011) 164/3.

<sup>14</sup> So in Deutschland im Februar 2002 der »Deutsche Corporate-Governance Kodex«, in der aktuellen Fassung abrufbar auf der Webseite des Bundesjustizministeriums: <http://www.corporate-governance-code.de>.

<sup>15</sup> Zur Entwicklung der Corporate Governance Regulierung *Kunz* (Fn. 9).

<sup>16</sup> *Peter Böckli*, Harte Stellen im Soft Law – Zum Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance. Schweizer Treuhänder 76, 2002, 981, 982.

<sup>17</sup> Der »Deutsche Corporate Governance Kodex« von 2002 wurde durch eine durch das Bundesjustizministerium eingesetzte »Regierungskommission« geschaffen und bis heute durch diese weiterentwickelt. Vgl. die Übersicht bei *Peter O. Mülbart und Alexander Wilhelm*, »Grundfragen des Deutschen Corporate Governance Kodex und der Entsprechenserklärung nach § 161 AktG«. Zeitschrift für das gesamte Handelsrecht und Wirtschaftsrecht, 176 (2012), 286–325.

<sup>18</sup> Geltende Fassung vom Oktober 2008 auf der Webseite der SIX: [http://www.six-exchange-regulation.com/admission\\_manual/06\\_15-DCG\\_de.pdf](http://www.six-exchange-regulation.com/admission_manual/06_15-DCG_de.pdf).

Hingegen verlangt das Kotierungsreglement der SWX das Beachten des Swiss Code nicht. Auf Verlangen der EBK verlangte die Börse auch die Offenlegung von Vergütungen der Organe in der RLCG und erliess zudem 2005 mit der *Richtlinie zur Offenlegung von Management-Transaktionen* ein zweites Regelwerk zu einer Frage der Corporate Governance. Diese Frage wird im Swiss Code nicht behandelt.

2) Eine weitere Bresche in die Selbstregulierung schlugen im Jahr 2006 die damaligen Aufsichtsbehörden über Banken und Versicherungen mit zwei Rundschreiben zur Corporate Governance von *Banken, Effekthändlern* und *Versicherern*.<sup>19</sup> Auch kennt die Finanzmarktregulierung auf Gesetzesstufe weitergehende Corporate Governance Vorschriften wie für Banken<sup>20</sup> und Versicherer<sup>21</sup> das Verbot der Personalunion beim Vorsitz von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung.

3) Im Januar 2007 traten Bestimmungen des geänderten Obligationenrechts in Kraft, welche über den Code hinausgehen und zwingend *die Offenlegung von Vergütungen* und Krediten an Organmitglieder von börsenkotierten Gesellschaften sowie ihres Aktienbestandes verlangen.<sup>22</sup> Als Reaktion darauf und um Doppelspurigkeiten zu vermeiden, entfernte die SWX per Januar 2007 die Bestimmungen zur Publikation von Vergütungen aus ihrer Corporate Governance Richtlinie. Auch der Swiss Code von *economiesuisse* wurde im September 2007 angepasst. Er enthält seither einen ausführlichen Anhang zur Entschädigungspolitik und verlangt unter anderem, die Generalversammlung »in geeigneter Form« in die »Debatte zum Entschädigungssystem« einzubeziehen.

4) Im Gefolge der Finanzkrise erliess wiederum die FINMA per Anfang 2010 ein für die *grössten Banken* und *Versicherer* verbindliches Rundschreiben zu den Vergütungssystemen, welches etwa beim zu publizierenden Vergütungsbericht des Verwaltungsrates beträchtlich über den revidierten Code hinausging.<sup>23</sup>

5) All diese Massnahmen konnten jedoch den in der Bevölkerung verbreiteten Unmut über die als exzessiv empfundenen Löhne vor allem der Spitzen von Banken und Pharmaunternehmen nicht besänftigen. So wurde die Verbesserung der Corporate Governance zu einem der Hauptgegenstände einer Ende 2005 lancierten und seither hängigen »grossen Aktienrechtsrevision«.<sup>24</sup> Diese wiederum wurde überlagert durch eine *Volksinitiative* »gegen die Abzockerei«, welche das Schweizer Volk und Stände in einer Abstimmung vom März 2013 mit Zweidrittelsmehrheit überraschend annahm. Wie weit diese Initiative in der *Substanz* über den Code hinausgeht, wäre zu debattieren. Jedenfalls ist die Volksinitiative im *Verfahren* (zwingende Normen) und den *Sanktionen* (Strafen bis zu 3 Jahren Freiheitsentzug) weit strenger als der Code. Ob dieser nach

<sup>19</sup> Überführt in die FINMA RS 2008/24 »Überwachung und interne Kontrolle Banken« und 2008/32 »Corporate Governance Versicherer«. Im Jahresbericht 2010 (S. 48) kündigte die FINMA für 2011 den Erlass eines sektorübergreifenden »Corporate Governance Rundschreiben« an. Offenbar gab die FINMA das Vorhaben auf, ohne darüber öffentlich zu informieren.

<sup>20</sup> Art. 3 Abs. 2 Bst. a Bankengesetz (BankG), SR 952.0.

<sup>21</sup> Art. 13 Aufsichtsverordnung (AVO) 2005, SR 961.011.

<sup>22</sup> Art. 663b<sup>bis</sup> und 663c Abs. 2 Obligationenrecht, SR 220.

<sup>23</sup> FINMA RS 2010/1 »Mindeststandards für Vergütungssysteme bei Finanzinstituten«, Rz. 62 ff.

<sup>24</sup> Eine Übersicht gibt die Webseite des Bundesamtes für Justiz: <http://www.bj.admin.ch/content/bj/de/home/themen/wirtschaft/gesetzgebung/aktienrechtsrevision.html>.

der für Januar 2014 (vorerst auf Verordnungsstufe) geplanten Umsetzung der Initiative angepasst wird, ist derzeit offen. Einen Einfluss könnte auch der Ausgang der im November 2013 stattfindenden Abstimmung über eine weitere Volksabstimmung haben, welche die höchsten Löhne aller Schweizer »Unternehmen« auf das zwölfwache ihrer niedrigsten Löhne beschränken will.

Fazit: jedenfalls im Bereich der Vergütungen der obersten Leitungsorgane börsenkotierter Unternehmen wurde die Selbstregulierung weitgehend durch den Druck staatlicher Regulierung unterspült.<sup>25</sup> Diese sieht nun sogar zwingend eine *Freiheitsstrafe* etwa für ein Geschäftsleitungsmitglied vor, welches eine An- oder Abgangsent-schädigung bezieht oder ausrichtet.<sup>26</sup> An diesem Fazit ändern auch die »Richtlinien für Institutionelle Investoren zur Ausübung ihrer Mitwirkungsrechte bei Aktiengesellschaften«<sup>27</sup> nichts, welche eine Gruppe von Vertretern institutioneller Anleger<sup>28</sup> zusammen mit den Wirtschaftsverbänden<sup>29</sup> im Januar 2013 in »freier Selbstregulierung« erliessen. Sie wollten damit (wie sich zeigte erfolglos) der »Abzockerinitiative« im Punkt der Ausübung der Mitwirkungsrechte durch institutionelle Anleger etwas entgegenseetzen.<sup>30</sup>

In der staatlich »gelenkten« oder »gesteuerten«, »beauftragten« oder »regulierten«<sup>31</sup> Selbstregulierung, auch kurz »Koregulierung« genannt,<sup>32</sup> kommt den staatlichen Behörden und insbesondere der FINMA eine wesentliche Rolle bei der Erarbeitung und allenfalls auch der Durchsetzung der Normen zu. Diese Rolle kann unterschiedlich sein:

- Die Selbstregulierung kann auf einem klaren gesetzlichen Auftrag beruhen, welcher die Ergebnisse vorgibt, aber bei der Ausgestaltung Freiraum lässt. Bestimmte Finanzmarktgesetze sehen eine Genehmigung durch die FINMA

<sup>25</sup> Zum gleichen Schluss kommt *Kunz* (Fn. 9), 495 f. der aber die »Vorreiterrolle« der Selbstregulierung betont und dem Gesetzgeber empfiehlt, sich daran zu orientieren.

<sup>26</sup> Vgl. Art. 24 VegüV, SR 221.331.

<sup>27</sup> Zugänglich z.B. auf der Webseite der *economiesuisse*: [http://www.economiesuisse.ch/de/SiteAssets/PDF%20Download%20Files/Forms/EditForm/Richtlinien\\_integral\\_\(16012013\)\\_d.pdf](http://www.economiesuisse.ch/de/SiteAssets/PDF%20Download%20Files/Forms/EditForm/Richtlinien_integral_(16012013)_d.pdf).

<sup>28</sup> ASIP, Schweizerischer Pensionskassenverband; Ausgleichsfonds AHV/IV/EO; Ethos – Schweizerische Stiftung für nachhaltige Entwicklung.

<sup>29</sup> *Economiesuisse*, Verband der Schweizer Unternehmen; Schweizerische Bankiervereinigung *Swiss Banking*; *SwissHoldings*, Verband der Industrie- und Dienstleistungskonzerne der Schweiz.

<sup>30</sup> Zu diesen Richtlinien und insbesondere zum Vergleich mit dem diesbezüglichen Inhalt der »Abzockerinitiative« vgl. *Andreas Binder und Roman S. Gutzwiller*, »Soft Law for institutional investors«. *GesKR* online Beitrag 3, 2013: [http://www.dike.ch/image/data/zeit-schriften/GesKR/online-beitraege/Binder\\_Gutzwiller\\_Onlinebeitrag.pdf](http://www.dike.ch/image/data/zeit-schriften/GesKR/online-beitraege/Binder_Gutzwiller_Onlinebeitrag.pdf).

<sup>31</sup> *Capus* (Fn. 9), 263.

<sup>32</sup> *Christoph Winzeler*, Art. 7 FINMAG, in: Rolf Watter (Hrsg.), »Börsengesetz Finanzmarktaufsichtsgesetz«. *Basler Kommentar*, 2011, N. 80 verwendet den Begriff »anerkannte, gemischte, staatlich genehmigte oder im staatlichen Auftrag erfolgende Selbstregulierung«. Die Begriffsbildung ist nicht gefestigt, was aber auch nicht entscheidend ist. Hier wird für alle Formen von Selbstregulierung mit Involvierung staatlicher Behörden der Ausdruck »Koregulierung« verwendet.

oder den Erlass einer staatlichen Verordnung vor, wenn die Selbstregulierung nicht oder ungenügend erfolgt.

- Einzelne Finanzmarktgesetze machen regulatorische Vorteile von einer Selbstregulierung abhängig.
- Die FINMA kann zudem Selbstregulierung als Mindeststandard anerkennen, wie sogleich näher zu erläutern ist.

#### IV. Rechtliche Verankerung der Selbstregulierung

Mit dem Inkrafttreten des FINMAG im Januar 2009 wurde die Selbstregulierung auch als Grundsatz und Konzept ausdrücklich im Schweizer Finanzmarktrecht verankert. Der »Regulierungsartikel« 7 des FINMAG trägt der FINMA ausdrücklich auf, bei ihrer Regulierungstätigkeit die Selbstregulierung zu »unterstützen«.

Zudem untermauert diese Bestimmung die Befugnis der FINMA, Selbstregulierung »im Rahmen ihrer Aufsichtsbefugnisse als Mindeststandard zu anerkennen und durchzusetzen«.<sup>33</sup> Das bedeutet zweierlei. Zum einen wird eine Selbstregulierung durch die Anerkennung als Mindeststandard allgemein und damit auch für alle Beaufsichtigten verbindlich. Sie gilt damit auch für Beaufsichtigte, welche nicht an ihrer Ausarbeitung beteiligt waren und allenfalls auch nicht Mitglied eines regulierenden Verbandes sind. Zum anderen wird die Selbstregulierung auch für die FINMA verbindlich. Dies wiederum hat jedenfalls eine *offensive* und bis zum einem bestimmten Punkt wohl auch eine *defensive* Wirkung:

Die FINMA wird die Selbstregulierung *offensiv* mit ihren staatlichen Aufsichtsinstrumenten durchsetzen und ihre Verletzung sanktionieren.

Heikler ist die *defensive* Wirkung. Kann die FINMA in ihrer Aufsichtspraxis eine unbestimmte Gesetzesnorm nicht mehr anders und strenger auslegen, als dies eine von ihr als Mindeststandard anerkannte Selbstregulierung tut? Verletzt sie damit den Grundsatz von Treu und Glauben? Mit Sicherheit bindet eine Anerkennung durch die FINMA die Gerichte nicht.<sup>34</sup> Aber auch die FINMA selbst ist grundsätzlich frei, in einem Anwendungsfall eine strengere Praxis anzuwenden. Sie hat nur einen *Mindeststandard* anerkannt. Aber immerhin: Sie sollte sich eine gewisse Zurückhaltung insbesondere auch bei der Wahl von Sanktionen auferlegen, wenn sie in einem Anwendungsfall über die Selbstregulierung hinausgehen will, und nicht ohne reife Abwägung und Begründung

<sup>33</sup> Durch diese Norm und das Rundschreiben der FINMA 2008/11 (dazu sogleich im Text) erfüllen Gesetzgeber und FINMA in der Sache das (berechtigte) Anliegen von *Zufferey* (Fn. 9), 594 f. nach einer Verankerung der Selbstregulierung im formellen Gesetz.

<sup>34</sup> Vgl. die vorne in Fn. 10 genannten Urteile des Bundesgerichts zur Sorgfaltpflichtvereinbarung und die Aufsätze von *Wiegand/Wichtermann* (Fn. 9).



einen strengeren Standard festlegen. Das Gleiche gilt aus meiner Sicht auch für Selbstregulierung aufgrund eines gesetzlichen Auftrags.

Im August 2013 hatte die FINMA 24 Selbstregulierungen von zwei Selbstregulatoren der Banken und der Anlagefonds als Mindeststandard anerkannt.<sup>35</sup>

Die FINMA hat entsprechend einem Auftrag in Artikel 7 FINMAG ihren Regulierungsprozess in »Leitlinien zur Finanzmarktregulierung«<sup>36</sup> präzisiert. Darin hält sie zur Anerkennung einer Selbstregulierung als Mindeststandard fest: »Die FINMA behält sich vor, Mindestanforderungen an deren Inhalt sowie den Prozess der Erarbeitung vorzugeben. Die FINMA fordert die Selbstregulierungsverbände auf, die Grundanliegen dieser Leitlinien ebenfalls zu beachten.«

Hintergrund der vor der Finanzkrise geschaffenen Norm von Artikel 7 FINMAG war die Sorge um die »Überregulierung« des Finanzmarktes. Die Zeiten haben sich geändert. Es wird sich zeigen, wie sie angesichts der durch die Finanzkrise gesteigerten Erwartungshaltung an Regulierung interpretiert wird.

## V. Wichtige Selbstregulatoren

Insgesamt sind je nach Zählweise und Abgrenzungen *20 bis 30 Selbstregulatoren* am Schweizer Finanzmarkt tätig. Sie können grob *fünf Gruppen* zugeordnet werden:

1. Wichtiger Produzent von Selbstregulierung ist erstens der Schweizer Branchenverband der Banken, die *Schweizerische Bankiervereinigung*. Ihre Normen beschlagen entsprechend des in der Schweiz vorherrschenden Universalbankmodells einen breiten Themenbereich. Sie regeln sowohl *prudentielle* Fragen, wie auch das *Verhalten am point of sale*. Die Bankiervereinigung erachtet Standardsregeln dort sinnvoll, »wo der Gesetzgeber bewusst Raum dafür lässt oder wo es im Interesse der Banken liegt, mittels eigener Normen ihr Verhalten selber zu regeln«.<sup>37</sup>

2. Spezifische Regeln zu Fondsprodukten und Fondsvertrieb erarbeitet die »*Swiss Funds & Asset Management Association SFAMA*« als Verband der *Fondsleitungen*. Dabei zeigen sich teilweise Interessengegensätze zu den an den Fondsleitungen beteiligten Banken.

3. Fünf *Börsen* (als wichtigste die SIX Swiss Exchange) oder Betreiber von *Finanzmarktinfrastrukturen* erliessen Normen im Bereich Handel, Zulassung

<sup>35</sup> Anhang zum FINMA-Rundschreiben 2008/11. Hinzu kommen sieben Verhaltensregeln von Verbänden von Vermögensverwaltern, aaO. Fn. 11.

<sup>36</sup> Stand 3. Juli 2013.

<sup>37</sup> [http://www.swissbanking.org/selbstregulierung.htm#Uh-uXZX1\\_fY](http://www.swissbanking.org/selbstregulierung.htm#Uh-uXZX1_fY).

zum Handel und zur Offenlegung von Beteiligungen an börsenkotierten Unternehmen.

4. Zehn Selbstregulatoren von *Finanzintermediären nach Geldwäschereigesetz* erliessen gestützt auf einen gesetzlichen Auftrag Normen zur *Geldwäschereibekämpfung*. Einzelne Verbände von Vermögensverwaltern schufen zudem Verhaltensregeln am point of sale.

5. Eine letzte Gruppe *diverser Selbstregulatoren* am Finanzmarkt ohne Gemeinsamkeiten untereinander reguliert ganz unterschiedliche Themen wie die Unabhängigkeit von Prüfern<sup>38</sup>, die Ausübung von Mitwirkungsrechten von institutionellen Investoren<sup>39</sup> oder die Anforderungen an Finanzanalysten<sup>40</sup>, Versicherungsaktuar<sup>41</sup> oder Trustgesellschaften<sup>42</sup> oder an die Governance börsenkotierter Gesellschaften.<sup>43</sup>

Diese Selbstregulatoren haben eine hohe Zahl von Selbstregulierungen produziert. So standen im August 2013 den 243 staatlichen Erlassen mit total 2252 Seiten finanzmarktrelevanten Normen 191 *Selbstregulierungen mit 1401 Seiten* gegenüber.<sup>44</sup> In dieser Zahl sind sämtliche, auch technische Regulierungen der drei Finanzsektoren Banken, Märkten, und Versicherungen enthalten.

## VI. Wichtige Selbstregulierungen

Die Zahl der Selbstregulierungen im Schweizer Finanzmarktrecht sagt zwar nichts über ihre Bedeutung aus. Sie ist aber immerhin als Indiz relevant und sie ist beachtlich. Zur Illustrierung der *Bedeutung der Selbstregulierung* seien einige Beispiele aus *vier Regelungsbereichen* erwähnt:

1. Die Schweizerische Bankiervereinigung hat verschiedene Selbstregulierungen geschaffen, welche Themen der »prudentiellen« Aufsicht betreffen. Das neueste Beispiel sind »*Richtlinien betreffend Mindestanforderungen bei Hypothekendarfinanzierungen*« vom Juni 2012. Sie wurden als Alternative zu staatlichen Vorschriften geschaffen und verlangen von Hypothekarschuldnern mehr Eigenmittel:

<sup>38</sup> Treuhänder-Kammer, »Standes- und Berufsregeln« vom September 2007 und »*Richtlinien zur Unabhängigkeit*« vom Dezember 2006.

<sup>39</sup> Vgl. vorne Text zu Fn. 27 ff.

<sup>40</sup> Swiss Financial Analysts Association, »*Code of conduct and fundamental principles of Professional Ethics*« in der Fassung vom Februar 2004.

<sup>41</sup> Schweizerische Aktuarvereinigung, »*Standesregeln für die Mitglieder der Sektion Aktuar SAV*« vom September 2011.

<sup>42</sup> Swiss Association of trust companies, »*Code of ethics and business conduct*« vom April 2008.

<sup>43</sup> Economiesuisse, s. vorstehend das Beispiel 1 in Ziffer 3.

<sup>44</sup> Statistik aus *Thévenoz/Zulauf* (Fn. 3) und BFonline.

**Beispiel 2 – Selbstregulierung der Banken zu Hypothekarkrediten**

Die Geschichte der beiden Richtlinien der Bankiervereinigung zum Hypothekergeschäft zeigt anschaulich das Wechselspiel zwischen FINMA, Bundesrat als Verordnungsgeber und den Selbstregulatoren.

Die Immobilienkrise nach 1990 führte zu massiven Verlusten der Schweizer Banken im Hypothekergeschäft. Verschiedene Regional- und Kantonalbanken wurden in der Folge von Grossbanken zur Sanierung übernommen. Auch die Grossbanken mussten die Werte ihrer Hypothekarkredite massiv berichtigen. Die Spar- und Leihkasse Thun wurde durch die damalige Eidg. Bankenkommission EBK zwangsliquidiert. Dies war Auslöser einer umfassenden Revision des Schweizer Bankenkonzursrechts. Ursachen für die Probleme der Banken waren neben den fundamentalen ökonomischen Faktoren die leichtfertige Kreditvergaben sowie ungenügende Prozesse und Standards zur Vergabe der Kredite. Auf Druck der EBK schuf die Bankiervereinigung 2003 nach längeren Vorarbeiten »Richtlinien für die Prüfung, Bewertung und Abwicklung grundpfandgesicherter Kredite«. Darin verankerte sie grundlegende Standards zur Vergabe von Hypothekarkrediten.

Diese Standards konnten das rasche Wachstum des Hypothekarkreditgeschäfts in der langjährigen Niedrigzinsphase seit 2006 und die damit verbundene Gefahr einer Immobilienblase nicht verhindern. Um eine vom Bundesrat angekündigte makroprudenziell begründete Verschärfung der Eigenmittelvorschriften abzuwenden, schuf die Bankiervereinigung im Juni 2012 »Richtlinien betreffend Mindestanforderungen bei Hypothekarfinanzierungen«. Darin fordert sie die Banken auf, von ihren Hypothekarschuldern im Umfang von mindestens 10 Prozent des Belehnungswertes Eigenmittel zu verlangen, die nicht aus der Verpfändung oder dem Vorbezug von Pensionskassengeldern stammen. Die Hypothekarkredite sollen für die Schuldner auch nach einem allfälligen Zinsanstieg noch tragbar sein. Dadurch sollen hohe Kreditausfälle und eine Destabilisierung des Bankensystems vermieden werden.

Für Hypothekarkredite, deren Schuldner diese Kriterien nicht erfüllen, verlangt die Eigenmittelverordnung des Bundesrates von den Banken mehr Eigenmittel (Art. 72 Abs. 5 ERV). Beide Selbstregulierungen sind von der FINMA gestützt auf Art. 7 Abs. 3 FINMAG als Mindeststandard anerkannt und werden von ihr mit den Mitteln des Aufsichtsrechts durchgesetzt. Zusätzlich zu dieser Regulierung beschloss der Bundesrat im Februar 2013 auf Antrag der Schweizerischen Nationalbank, zur Vermeidung einer Immobilienblase von den Banken im Sinne eines antizyklischen Kapitalpuffers 1 % mehr hartes Kernkapital auf Wohnhypotheken zu verlangen.<sup>45</sup>

Für diese Regeln besteht kein ausdrücklicher gesetzlicher Auftrag, anders als für die »Vereinbarung für Einlagensicherung« vom Dezember 2012. Diese setzt einen klaren Auftrag im Bankengesetz zur Organisation der Abwicklung der Einlagensicherung um. Das Bankengesetz gibt Ziele und den Rahmen vor und ermächtigt den Bundesrat, eine Verordnung zu erlassen, wenn die Selbstregulierung die gesetzlichen Anforderungen nicht erfüllen würde. Beide Selbstregulierungen wurden von der FINMA genehmigt und wurden dadurch für alle Banken und Effektenhändler verbindlich:

---

<sup>45</sup> Medienmitteilung des Bundesrates vom 13.2.2013 auf dessen Webseite. Rechtsgrundlage bildet Art. 44 der Eigenmittelverordnung, SR 952.03.

### Beispiel 3 – Selbstregulierung zum Schutz von Bankeinlagen

Der über die allgemeinen prudentiellen Aufsichtsregeln hinausgehende Einlegerschutz beruhte in der Schweiz von 1984 bis 2004 ausschliesslich auf Selbstregulierung. Im Mai 1984 stimmten in der Schweiz das Volk und die Stände (Kantone) über eine als Folge verschiedener Bankenskandale in den 70er Jahren eingereichte Volksinitiative zu Bankthemen ab. Eine Forderung dieser »Bankeninitiative« war die Schaffung eines Einlegerschutzes. Um dieses als populär eingestufte Anliegen aufzunehmen und damit ihre Öffentlichkeitsarbeit gegen die Initiative zu unterstützen, schufen die Banken 1984 eine privatrechtliche Vereinbarung zur Bevorschussung privilegierter Spareinlagen in einem Bankenkonzurs durch die Gemeinschaft aller Banken.<sup>46</sup>

Im Juli 2004 traten neue Vorschriften zu Bankenkonzurs und -sanierung in Kraft. Sie enthielten neu auch einen ausdrücklichen Auftrag an die Banken zum Schaffen einer Selbstregulierung zur »Einlagensicherung« und einen gesetzlichen Anschlusszwang für alle Banken.<sup>47</sup> Das System der bisherigen Selbstregulierung (blosse Bevorschussung gegen Abtretung konkursprivilegierter Einlagen, Finanzierung erst ex post) wurde beibehalten und gilt bis heute. Der Kreis der geschützten Einlagen wurde jedoch sachlich und (im September 2011) betragsmässig auf 100.000 Franken pro Einleger erhöht. Eingeführt wurde zudem zum Systemschutz eine Obergrenze für alle gleichzeitig und gesamthaft ausstehenden Verpflichtungen von 4 Milliarden (seit September 2011 6 Milliarden) Franken und eine Pflicht der Banken zum Halten liquider Mittel als Deckung ihrer Beitragsverpflichtung gegen die Einlagensicherung.

Die geltende Selbstregulierung der Banken organisiert im Rahmen von Gesetz und der Bankenverordnung die Abwicklung einer Bevorschussung privilegierter Einlagen im Rahmen eines privatrechtlichen Vereins der Banken. Wichtigster Inhalt sind Vorgaben zur Berechnung der Beiträge der Banken im Anwendungsfall.

Inhaltlich ist das Einlagensicherungsrecht heute weitgehend gesetzlich vorgegeben und die Selbstregulierung kaum bedeutend. Es gelang ihr aber bisher, das Grundsystem zu verankern und damit dazu beizutragen, dass alle Versuche misslangen, das System des Einlegerschutzes zu ändern. So fand ein entsprechender Vorschlag vom September mit einer ex ante Finanzierung in einer öffentlichen Konsultation keine Unterstützung.<sup>48</sup>

2. Verschiedene Selbstregulierungen mehrerer Selbstregulatoren betreffen zweitens die *Transparenz von Finanzprodukten* (z.B. *Anlagefonds, strukturierte Produkte, Konsumkredite*) und das *Verhalten gegenüber den Kunden* am point of sale im Effektenhandel und bei der Vermögensverwaltung (»*Verhaltensregeln*«, »*business conduct rules*«). Diese Regulierungen legen unbestimmte Gesetzesnormen aus, wie die Norm im Börsengesetz zu den Sorgfalts-, Informations- und Treuepflichten gegenüber den Anlegern.<sup>49</sup> Zum Teil besteht für diese Selbstregulierung ein ausdrücklicher gesetzlicher Auftrag:

<sup>46</sup> Zur Geschichte *Winzeler* (Fn. 9).

<sup>47</sup> Art. 37h Bankengesetz (BankG), SR 952.0.

<sup>48</sup> Zur Geschichte vgl. BBl 2010 3998 ff.

<sup>49</sup> Art. 11 BEHG.

**Beispiel 4 – Selbstregulierungen zur Transparenz von Finanzprodukten**

Das Schweizer Finanzmarktrecht kennt zur Zeit keine umfassende und übergreifende Anforderungen zur Transparenz von Finanzprodukten und auch keine für alle Finanzprodukte geltende Prospektpflicht. Es enthält jedoch in verschiedenen Erlassen Vorschriften für einzelne Finanzprodukte wie Aktien und Anleiheobligationen (Obligationenrecht), börsenkotierte Effekten (Börsengesetz), Kollektivanlagen und strukturierte Produkte (Kollektivanlagengesetz) und Lebensversicherungspolice mit Anlagecharakter (Versicherungsaufsichtsgesetz und Versicherungsvertragsgesetz).

In Ergänzung oder zur Umsetzung der gesetzlichen Vorgaben haben verschiedene Selbstregulatoren Regulierungen erlassen. Genannt seien folgende Beispiele, welche alle von der FINMA als Bewilligungsvoraussetzung der Börse (Kotierungsreglement) genehmigt oder als Mindeststandard anerkannt wurden<sup>50</sup>:

1) Die SWX Swiss Exchange regelt die Anforderungen an Prospekte kotierter Effekten in ihrem Kotierungsreglement.

2) Zwei Richtlinien der SFA Swiss Funds Association von 2008 bestimmen die Details der für Kollektivanlagen auszuweisenden Verwaltungskosten (»Total Expense Ratio TER« und »Portfolio Turnover Rate PTR«) und setzen Standards für Berechnung und Publikation des Gesamterfolgs (»performance«) von Kollektivanlagen.

3) Eine Richtlinie der Bankiervereinigung von 2007 erläutert die Anforderungen an die vom Kollektivanlagengesetz für strukturierte Produkte verlangten »vereinfachten Prospekte«. Diese in einer Verordnung verlangte Selbstregulierung wurde nach langen Diskussionen von der EBK genehmigt und wiederum durch sie unter der Rubrik häufig gestellte Fragen (»FAQ«) präzisiert.<sup>51</sup> Die FINMA hat diese Regulierung 2011 öffentlich als unzureichend kritisiert, was seitens der Banken und des Spezialverbandes für strukturierte Produkte<sup>52</sup> auf Unverständnis stiess.

**Beispiel 5 – Selbstregulierung zum Verhalten gegenüber Anlagekunden beim Effektenhandel und der Vermögensverwaltung**

Die Pflichten der Finanzdienstleister gegenüber ihren Kunden in der Anlageberatung und Vermögensverwaltung werden im Schweizer Recht vor allem durch die zivilrechtlichen Vorschriften zum Auftrag bestimmt. Es existieren bisher keine sektorübergreifenden aufsichtsrechtlichen Bestimmungen. Auch werden Vermögensverwalter bisher nur in Bezug auf die Einhaltung ihrer Sorgfaltspflichten nach Geldwäschereigesetz (GwG), nicht aber auf die Einhaltung von Verhaltensregeln gegenüber ihren Kunden von der FINMA oder Selbstregulierungsorganisation nach GWG überwacht.<sup>53</sup>

Einzelne Finanzmarktgesetze kennen jedoch Verhaltensregeln am point of sale, so das Börsengesetz (BEHG)<sup>54</sup> für den Effektenhandel und – sehr ähnlich – das Kollekt-

---

<sup>50</sup> Vgl dazu die Nachweise im Anhang des FINMA Rundschreibens 2008/10 »Selbstregulierung als Mindeststandard« auf der Webseite der FINMA.

<sup>51</sup> EBK Jahresbericht 2007, 59 f.

<sup>52</sup> Schweizerischer Verband für strukturierte Produkte SVSP.

<sup>53</sup> Zum Status Quo der Aufsicht in der Vermögensverwaltung und Anlageberatung in der Schweiz *Urs Zulauf* und *Oliver Zibung*, »Aufsichtsregeln zur Vermögensverwaltung in der Schweiz: Status Quo und Ausblick«. Zeitschrift für Schweizerisches Recht, 2008, und den FINMA-Vertriebsbericht 2010 auf der Webseite der FINMA, 54 f. und Anhang 47 ff.

<sup>54</sup> Art. 11 BEHG.

tivanlagengesetz für den Vertrieb von Kollektivanlagen (KAG)<sup>55</sup>. Diese Verhaltensregeln werden in Selbstregulierungen verschiedener Selbstregulatoren konkretisiert:

1) Die *Bankiervereinigung* beschreibt in zwei Selbstregulierungen von 1997 und 2005 die Sorgfalts-, Informations- und Treuepflichten gegenüber Kunden beim *Effektenhandel*<sup>56</sup> sowie die ohne besondere Abrede geltenden Anlagen bei Depots mit einem *Vermögensverwaltungsauftrag*.<sup>57</sup> Über diese beiden von der FINMA (bzw. vor 2009 von der EBK) als Mindeststandard anerkannten Regelwerke gab es zwischen Aufsichtsbehörde und Banken immer wieder Diskussionen.

2) Die SFA Swiss Funds Association präzisiert in einer Regulierung von 2009 die *Verhaltensregeln* des KAG.<sup>58</sup> Dieses Regelwerk gilt nur für Fondsleitungen und SICAV, nicht jedoch für andere Vertriebsträger von Kollektivanlagen. Die *Vertriebsregeln* der SFA<sup>59</sup> verpflichten aber die Fondsleitungen und SICAV, diese Vertriebsträger in ihren Vertriebsverträgen auf ähnliche Pflichten zu verpflichten, welche in einem Anhang genau definiert werden. Damit soll für den Fondvertrieb die fehlende Überwachung der Vermögensverwalter mit einer Art indirekten Überwachung durch die Fondsleitungen kompensiert werden.

3) Entsprechend der Regelung im EU-Recht beschloss das Parlament im September 2012 in einer Änderung des Kollektivanlagengesetzes auch eine Pflicht der Vertreter von *Kollektivanlagen*, die Bedürfnisse der Kunden und die Gründe für eine Kaufempfehlung zu protokollieren.<sup>60</sup> Die Verordnung verlangt dazu eine von der FINMA zu anerkennende Selbstregulierung.<sup>61</sup> Interessant sind die Zeitverhältnisse: um der Branche genügend Zeit für die Erarbeitung zu geben, sollen diese Bestimmungen erst Anfang 2014, d.h. 10 Monate nach den übrigen Bestimmungen des Gesetzes in Kraft treten. Selbstregulierung braucht also eher mehr Zeit als eine staatliche Verordnung. Bankiervereinigung und SFA bemühen sich seither intensiv um eine Regulierung. Im Oktober 2013 lagen aber noch keine öffentlichen Entwürfe vor.

4) Schliesslich haben sich nicht weniger als 7 Branchenverbände Verhaltensregeln für ihre Mitglieder formuliert. Treiber dafür waren insbesondere Erleichterungen, welche das Kollektivanlagengesetz für Vermögensverwalter beim Vertrieb von Kollektivanlagen vorsieht, wenn sie von der FINMA anerkannten Verhaltensregeln unterstehen.<sup>62</sup> Die FINMA hat dazu »Eckwerte für Vermögensverwaltung« als »Mindeststandard für Mindeststandards« geschaffen.<sup>63</sup> Als eine Art Metaregulierung dienen diese als Massstab für die Anerkennung solcher Selbstregulierungen.

<sup>55</sup> Art. 20 KAG.

<sup>56</sup> Es gelten heute die »Verhaltensregeln für Effektenhändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäftes« vom Oktober 2008.

<sup>57</sup> Es gelten heute die »Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge« vom April 2010.

<sup>58</sup> »Verhaltensregeln für die schweizerische Fondswirtschaft« vom März 2010.

<sup>59</sup> »Richtlinien für den Vertrieb kollektiver Kapitalanlagen« vom Mai 2008.

<sup>60</sup> Art. 24 Abs. 3 KAG. Vgl. die Referendumsvorlage: <http://www.admin.ch/opc/de/federal-gazette/2012/8215.pdf>.

<sup>61</sup> Art. 34a KKV, zugänglich unter <http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/29614.pdf>.

<sup>62</sup> Ein Vermögensverwalter darf seine Kunden über Kollektivanlagen informieren und für sie solche kaufen, ohne dass er als Vertriebsträger von der FINMA bewilligt werden muss (Art. 3 Abs. 2 Bst. c KAG). Dies setzt aber u.a. voraus, dass er Verhaltensregeln untersteht und Verträge verwendet, die von der FINMA anerkannten Mindeststandards entsprechen.

<sup>63</sup> FINMA RS 2009/1 (Stand Mai 2013).

3. Gestützt auf einen ausdrücklichen gesetzlichen Auftrag<sup>64</sup> regeln *drittens* die Schweizer Börsen und vor allem die SIX Swiss Exchange als grösste Schweizer Börse die Börsenorganisation und weite Teile des *Börsenhandels* selber. Das Vorliegen dieser Regulierung bildet eine Voraussetzung für die notwendige Bewilligung der FINMA:<sup>65</sup>

#### Beispiel 6 – Selbstregulierung der Börsen

Bei der Schaffung des seit 1997 geltenden Börsengesetzes verfolgte der Gesetzgeber für die Börsen im Wesentlichen den Ansatz, die damals bereits bestehende Selbstregulierung zu belassen, aber durch einen gesetzlichen Rahmen zu verstärken. So verlangt das Gesetz von den Börsen ausdrücklich, eine »Selbstregulierung«<sup>66</sup> für die Handelsorganisation<sup>67</sup> und die Zulassung von Effekthändlern<sup>68</sup> und von Effekten<sup>69</sup> zu erlassen. Die Reglemente dazu sind von der FINMA zu genehmigen.<sup>70</sup> Das Gesetz beauftragt die Börsen auch, die Einhaltung dieser Reglemente zu überwachen<sup>71</sup> und ihre Verletzung zu sanktionieren. Dazu müssen sie Verfahrensvorschriften und eine Beschwerdeinstanz schaffen.<sup>72</sup>

Die SWX Swiss Exchange als wichtigste Schweizer Börse hat diese Vorgaben mit einem weitgefächerten und mehrstufigen Regelwerk umgesetzt. Die umfassendste und wichtigste Grundlage sind das Kotierungsreglement und drei Zusatzreglemente für bestimmte Produkte.<sup>73</sup> Darin wird direkt oder durch Verweisung ein breites Themenfeld reguliert, so die Kotierung von Effekten und deren Zulassung zum Handel, die Anforderungen an Prospekte, die Rechnungslegung der Emittenten, die ad-hoc Publizität über kursrelevante Informationen und die Offenlegung von Managementtransaktionen. Viele dieser Fragen sind in anderen Staaten Gegenstand staatlicher Regulierung. Bedeutende Drittwirkungen enthalten die Vorschriften des Kotierungsreglements zu den ad-hoc Meldepflichten der Emittenten über kursrelevante Informationen.

Für den Handel hat die Swiss Exchange ein »Handelsreglement« erlassen.<sup>74</sup> Darin werden unter anderem die Transparenzanforderungen für die Emittenten und die zum Handel zugelassenen und damit am Sekundärmarkt gehandelten Effekten festgelegt.

Auf Verlangen der Eidg. Bankenkommission als Vorgängerbehörde der FINMA werden die Regulierungen durch ein »Regulatory Board« erlassen, welches organisatorisch getrennt ist und direkt dem Verwaltungsrat der Swiss Exchange untersteht.<sup>75</sup> Die Swiss Exchange überwacht und sanktioniert die Einhaltung der Regularien durch

---

<sup>64</sup> Art. 4 (allgemein), 5 (Handel) und 8 (Zulassung: »Kotierung«) BEHG.

<sup>65</sup> Art. 10 BEHG.

<sup>66</sup> Art. 4 BEHG.

<sup>67</sup> Art. 5 BEHG.

<sup>68</sup> Art. 7 BEHG.

<sup>69</sup> Art. 8 BEHG.

<sup>70</sup> Art. 4 Abs. 2 BEHG.

<sup>71</sup> Art. 6 BEHG.

<sup>72</sup> Art. 9 BEHG, allerdings beschränkt auf Zulassung von Effekthändlern und Effekten. Die SWX hat aber für alle Bereiche eine einheitliche Verfahrensordnung geschaffen.

<sup>73</sup> SIX Swiss Exchange, »Kotierungsreglement«, Fassung vom April 2010.

<sup>74</sup> SIX Swiss Exchange, »Handelsreglement«, Fassung vom April 2013.

<sup>75</sup> EBK Jahresberichte 2007, 64. und 2008, 56.

Emittenten, Teilnehmer und einzelne Händler.<sup>76</sup> Sie führt aber keine Verfahren gegen Investoren. Dies bleibt der FINMA überlassen.

In einem Punkt ersetzte das Börsengesetz eine bestehende Selbstregulierung vollständig durch eine (immerhin »selbstregulierungsnah«) staatliche Regelung: der von der Schweizer Börse im Jahre 1989 geschaffene »Übernahme-Kodex« wurde durch zwingende Vorschriften des Börsengesetzes zu den öffentlichen Kaufangeboten für Beteiligungen an börsenkotierten Gesellschaften<sup>77</sup> abgelöst. Ihre Umsetzung ist der Übernahmekommission übertragen, wo die Emittenten vertreten sind. Diese Geschichte des »Übernahme-Kodex« illustriert die Rolle der Selbstregulierung als Wett-erleuchten und Vorreiterin staatlicher Regulierung.

4. Als letztes Feld bedeutender Selbstregulierungen ist *viertens* die *Geldwäschereibekämpfung* zu erwähnen, bei deren Umsetzung die Selbstregulierung eine wesentliche Rolle spielt:

#### **Beispiel 7 – Selbstregulierung in der Geldwäschereibekämpfung**

Die Bekämpfung von Geldwäsche (nach Schweizer Terminologie Geldwäscherei) beruht in der Schweiz auf drei verbundenen Ebenen: Strafnormen, verwaltungsrechtlichen Sorgfalts- und Meldepflichten aller »Finanzintermediäre« und einer Aufsicht über diese entweder durch Selbstregulierungsorganisationen (SRO) oder die FINMA direkt. Die beiden letzten Elemente sind seit 1997 im Geldwäschereigesetz verankert. Dabei spielt die Selbstregulierung in dreifacher Hinsicht eine wichtige Rolle:

Zum einen müssen alle Selbstregulierungsorganisationen die Sorgfaltspflichten ihrer Mitglieder in einem Reglement festlegen und ihre Einhaltung überwachen. Derzeit bestehen 12 Selbstregulierungsorganisationen mit insgesamt über 6'000 Mitgliedern. Sie stützen sich dabei auf einen gesetzlichen Auftrag<sup>78</sup> und enge inhaltliche Vorgaben der »Geldwäschereiverordnung« der FINMA. Diese definiert »Eckwerte« zur Genehmigung der Reglemente der SRO.<sup>79</sup> Die FINMA-Geldwäschereiverordnung gilt zudem unmittelbar für alle von der FINMA direkt überwachten Finanzintermediäre.<sup>80</sup>

Zum zweiten erklärt die FINMA-Geldwäschereiverordnung für die Identifizierung von Kunden durch Banken, Effektenhändler und Fondsleitungen die unter der Ägide der Bankiervereinigung geschaffene »Vereinbarung über die Standesregeln zur Sorgfaltspflicht der Banken« (Sorgfaltspflichtvereinbarung, VSB) als verbindlich.<sup>81</sup> Dieser Methusalem unter den geltenden Selbstregulierungen wurde im Jahr 1977 als Vereinbarung zwischen den Banken und der Schweizerischen Nationalbank geschaffen. In den 80er Jahren zog sich die Nationalbank zurück, da sie (zu Recht) die Sorgfalt der Banken bei der Prüfung der Identität ihrer Kunden nicht als ihre Aufgabe betrachtete. Bei ihrer Schaffung war die VSB ein selbstregulatorisches Haus auf der grünen regulierungsfreien Wiese. Seither haben die staatliche Geldwäschereiregulierung und die Praxis der Aufsichtsbehörden dieses Haus in mehreren Bauwellen<sup>82</sup> mit einer grossen Zahl regulatorischer Hochhäuser umstellt. Von daher ist beachtlich, dass die Banken nach

<sup>76</sup> Art. 6 BEHG.

<sup>77</sup> Art. 22 ff. BEHG.

<sup>78</sup> Art. 25 GwG.

<sup>79</sup> Art. 1 Abs. 2 GWV-FINMA.

<sup>80</sup> Art. 3 GWV-FINMA.

<sup>81</sup> Art. 32 Abs. 1 GWV-FINMA.

<sup>82</sup> Dazu Zulauf/Eggen (Fn. 4), 91 f.



wie vor bereit sind, den aufwendigen Unterhalt am ursprünglichen Gebäude der VSB weiter zu tragen. So unterhalten sie insbesondere einen teuren und gesetzlich nicht verlangten Sanktionsmechanismus mit (rechtlich als Konventionalstrafen konstruierten) Unternehmensbussen in der Höhe bis zu 10 Millionen Franken, zahlbar an das Internationale Rote Kreuz.

Bei der Umschreibung der Sorgfaltspflichten der Lebensversicherer erklärt die FINMA-Geldwäschereiverordnung schliesslich drittens eine Selbstregulierung als umfassend anwendbar.<sup>83</sup>

## VII. Anlass und Motive für Selbstregulierung

Wie kommt es zu Selbstregulierung im Finanzmarkt? Was sind die Gründe und Treiber dafür? Aus *Sicht der Selbstregulierer* gibt es verschiedene Motive, die grossen Mühen und Kosten einer Selbstregulierung auf sich nehmen. Vielfach vereinen sich mehrere Gründe gleichzeitig. Ich nenne hier die folgenden neun Punkte:

1. Eher selten wird eine Selbstregulierung ausschliesslich oder jedenfalls hauptsächlich durch den Wunsch und das Bedürfnis privater Akteure am Finanzmarkt ausgelöst, Unsicherheiten bei *Usanzen zu klären und festzuhalten*.

2. Mit diesem Wunsch einher geht das Bemühen, gleiche Spielregeln für alle Marktteilnehmer zu schaffen. Als Beispiele für diese beiden Motive für Selbstregulierung seien die Richtlinien der Bankiervereinigung zu Treuhandanlagen im Jahr 1993<sup>84</sup> und Vermögensverwaltungsaufträgen von 1990<sup>85</sup> genannt.

3. Wie bei der staatlichen Regulierung werden Selbstregulierungen oft als *Antwort auf Missstände, Skandale und Affären* geschaffen. Damit wollen die Selbstregulierer und die sie unterstützenden Behörden zeigen, dass sie für Abhilfe sorgen. Dafür gibt es viele Beispiele. So wurden die Richtlinien der Bankiervereinigung zu den nachrichtenlosen Vermögen 1995<sup>86</sup> als Reaktion auf die Vorwürfe jüdischer Organisationen erlassen, die Schweizer Banken hätten sich an nachrichtenlosen Kundenvermögen von Holocaustopfern bereichert. Die Zuteilungsrichtlinien der Bankiervereinigung für den Emissionsmarkt von 2004 wurden durch die öffentliche Kritik an unfairen Zuteilungskriterien für neu emittierte Aktien (»hot issues«) an Vermögensverwaltungskunden ausgelöst.<sup>87</sup> Nachdem der Unmut über die ungenügende Unabhängigkeit von Finanzanalysten in Investmentbanken nach den US-Bilanzskandalen auch die Schweiz erfasste, wurden 2002 gleich zwei Selbstregulierungen dazu erarbeitet, die eine durch die Bankiervereinigung als Verband

<sup>83</sup> Art. 37 GWV-FINMA.

<sup>84</sup> Sie wurden abgelöst durch die heute geltenden »Richtlinien betreffend Treuhandanlagen« vom 1.8.2003 (Stand Juli 2011).

<sup>85</sup> Ablöst durch die heute geltenden »Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge« vom 16.4.2010.

<sup>86</sup> Heute gelten die »Richtlinien über die Behandlung nachrichtenloser Konten, Depots und Schrankfächer bei Schweizer Banken« in der Fassung vom 3.2.2000 (Stand 13.4.2006).

<sup>87</sup> So im Fall Vontobel / Thinktools, in dem die EBK die Bank in einer Verfügung rügte: EBK-Jahresbericht 2003, 96 und 102; EBK Bulletin 45/2003, 164.

der Banken als Arbeitgeber der Finanzanalysten, die andere mit nicht völlig gleichgerichteten Interessen durch den Verband der Finanzanalysten selbst.<sup>88</sup>

4. Oft ebenfalls zurückgehend auf Skandale und Affären versuchen Selbstregulatoren durch rechtzeitige Selbstregulierung, *staatliche Regulierung zu vermeiden*. Gutes Beispiel ist hier die vorne erwähnte *Sorgfaltspflichtvereinbarung (VSB)* der Banken.

5. Eine Steigerung des vorausschauenden Vermeidens staatlicher Regeln ist der Wunsch, *unmittelbar drohende staatliche Regulierungen abzuwehren*. Ein gutes Beispiel dafür sind die vorne erläuterten Mindestanforderungen der Bankiervereinigung bei Hypothekendarfinanzierungen von 2012. Hier lag bereits ein alternativer staatlicher Regulierungsansatz der FINMA und des Finanzdepartementes auf dem Tisch.

6. Ist eine Selbstregulierung ausdrücklich im Gesetz verankert, geht es in der Folge um den *Vollzug des gesetzlichen Auftrages* wie bei den erwähnten Selbstregulierungen zum Einlegerschutz, der Börsen oder der Geldwäschereibekämpfung.

7. Selbstregulierungen sollen auch helfen, die im Schweizer Finanzmarktrecht verbreiteten *unbestimmten Gesetznormen auszulegen*. Damit verbunden ist die Hoffnung, Behörden und Gerichte würden sich bei ihrer Rechtsanwendung dadurch beeinflussen lassen und die Auslegung der Selbstregulierung übernehmen. Nicht immer erfüllt sich diese Hoffnung. Ein Beispiel für diesen Auslöser ist die Selbstregulierung zu den Verhaltensregeln im Effektenhandel von 1997<sup>89</sup> und der Vermögensverwaltung von 1990.<sup>90</sup>

8. Die Selbstregulierer sind meist Branchenverbände. Sie werden durch ihre Mitglieder bezahlt und müssen diese Kosten rechtfertigen. Dazu hilft eine Selbstregulierung. Eine Selbstregulierung *erhöht die Legitimation des Selbstregulierers*. Dies gilt besonders, wenn sie auch noch staatlich anerkannt werden. Zum Teil hängen sogar die Existenz der Selbstregulierer und die damit verbundenen Stellen von der Selbstregulierung ab. Dies trifft etwa für die Selbstregulierungen zur Geldwäschereibekämpfung zu.

9. Möglicher Auslöser von Selbstregulierung kann auch ein *Wunsch oder Druck der Behörden* sein. Damit kommen wir zur *Sicht der Behörden*. Diese können dadurch zu Recht oder Unrecht ein rascheres Vorgehen und damit eine raschere (tatsächliche oder vermeintliche) Lösung des zu regulierenden Problems erhoffen. Sie mögen sich auch eine bessere Akzeptanz der Regeln bei den ihnen Unterworfenen erhoffen. Die Behörden können auch der Ansicht sein, das Regulierungsthema sei bei der Selbstregulierung besser oder jedenfalls gut genug aufgehoben. Auch dazu bildet die Hypothekarregulierung von 2012 ein Beispiel.<sup>91</sup> Schliesslich mag die Schonung eigener Ressourcen Teil der Überlegung sein. So nehmen die Sorgfaltspflichtvereinbarung und ihr Sanktionsmechanismus der FINMA einige Enforcementarbeit im Kleinholz der Detailregeln zur Identifizierung von Bankkunden ab.<sup>92</sup>

<sup>88</sup> Dazu *Jean-Baptiste Zufferey*, »Regulation of financial analysts: an illustration of the current trends in financial market law«. *Conflicts of Interest: Corporate Governance and Financial Markets*, 2007. Heute gelten die »Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse« in der Fassung vom 2.12.2002 (Stand Dezember 2006, von der FINMA als Mindeststandard anerkannt) und der »Code of conduct and fundamental principles of Professional Ethics« der Schweizerischen Vereinigung für Finanzanalyse und Vermögensverwaltung in der Fassung vom Februar 2004 (von der FINMA nicht als Mindeststandard anerkannt).

<sup>89</sup> Vgl. vorne Fn. 56.

<sup>90</sup> Vgl. vorne Fn. 57 und 85.

<sup>91</sup> Vgl. vorne Ziffer 6 Beispiel 2.

<sup>92</sup> Art. 32 GWV-FINMA, SR 955.033.0, erklärt für Banken, Effektenhändler und die dem

## VIII. Interaktion zwischen Selbstregulierern und Behörden

Wie arbeiten Selbstregulierer und staatliche Behörden beim Ausarbeiten und Unterhalt von Selbstregulierung zusammen oder arbeiten sie manchmal auch gegeneinander? Die dargestellten Rechtsgrundlagen zur Einbettung der Selbstregulierung im staatlichen Finanzmarktrecht zeigen es: Das heutige System der Selbstregulierung geht aus von einer weit gehenden Einflussnahme der FINMA auf den Selbstregulierungsprozess, welche allenfalls nicht berücksichtigte öffentliche Interessen wahren soll.

So ist auch die Praxis. Bereits vor Inkrafttreten der Rechtsgrundlage im FINMAG war der Einfluss der damaligen EBK gross. Verschiedentlich wurde die Anerkennung einer Selbstregulierung als Mindeststandard ganz oder teilweise<sup>93</sup> verweigert, weil die EBK bzw. FINMA die Regulierung als ungenügend erachtete. Dazu drei Beispiele:

- Im Jahr 2003 erachtete die damalige EBK einen ersten Entwurf für *Richtlinien zur Zuteilung* neu emittierter Aktien an Kunden von Vermögensverwaltungsbanken vorerst für ungenügend. Erst nach Änderungen akzeptierte sie die Richtlinien als allgemein verbindlichen Mindeststandard.<sup>94</sup>
- Sie diskutierte und diskutiert auch mit der Schweizer Börse eingehend vor Genehmigungen über den Inhalt des Regelwerks. Auch veranlasste sie wie vorne erwähnt eine von der operativen Führung der Börse unabhängige Stellung der Regulierungsfunktionen.<sup>95</sup>
- Sie beurteilte wie dargestellt im Jahre 2011 die (durch die EBK 2007 als Mindeststandard anerkannten) Richtlinien über die Informationen an Anleger über strukturierte Produkte als ungenügend.<sup>96</sup> Sie lehnte es seither zum Leidwesen der Banken ab, deren Änderungswünsche als Mindeststandard zu anerkennen. Ähnlich ist die Situation mit der Publikation des »FINMA-Positionspapiers Vertriebsregeln« vom Februar 2012 in Bezug auf Richtlinien der Vermögensverwaltung. In dieser Situation muss der Selbstregulierer nicht auf Änderungen verzichten. Erhält er dafür aber nicht das Gütesiegel

---

GwG unterstehenden KAG-Bewilligungsträger die Vorschriften der Sorgfaltspflichtvereinbarung VSB zur Identifizierung von Vertragspartnern und zur Feststellung von wirtschaftlich Berechtigten für direkt anwendbar. Liegen keine gravierenderen Missstände vor, überlässt die FINMA auch die Sanktionierung von Verletzungen dieser Regeln der in der VSB geschaffenen privaten Aufsichtskommission.

<sup>93</sup> Beispiel einer Anerkennung eines bloßen Teils einer Selbstregulierung: »Empfehlungen für das Business Continuity Management (BCM) vom August 2013«, vgl. FINMA-RS 2008/10 Anhang Rz 7 (geändert). Dazu EBK Jahresbericht 2007, 39 f.

<sup>94</sup> EBK-Jahresbericht 2003, 96; 2004, 80 f.

<sup>95</sup> EBK Jahresbericht 2002, 71 f.

<sup>96</sup> Bericht und Medienmitteilung vom 9.12.2011, abrufbar über die FINMA-website.

der Behörde, macht dies die Regulierung weniger glaubwürdig, weshalb oft auf einen Wechsel in die freie Selbstregulierung verzichtet wird.

Als Zwischenfazit ist festzuhalten: es besteht in den Kernbereichen des Schweizer Finanzmarktrechts kaum mehr eine »freie« Selbstregulierung mit wesentlichem Inhalt. Vielmehr wurden alle mehr oder weniger zentral durch Behörden beeinflusst.<sup>97</sup>

#### IV. Chancen und Risiken der Selbstregulierung

Dieses vorläufige Fazit nimmt der Frage nach den Vor- und Nachteilen oder Chancen und Risiken der Selbstregulierung viel von ihrer Bedeutung. Sie ist aber dennoch berechtigt und wurde wiederholt beantwortet, sei es von Behörden wie der EBK<sup>98</sup> oder durch die Lehre<sup>99</sup>:

Als *Vorteil und Chance* der Selbstregulierung wird allgemein ihre durch den besonderen *Sachverstand* der Autoren bedingte Marktnähe betrachtet. Sie erleichtere die *Umsetzung internationaler Vorgaben* und sie würde durch die durch sie Verpflichteten *besser akzeptiert*. Zudem sei sie *schneller* und *flexibler* als die staatliche Regulierung und verwirkliche das wichtige *Subsidiaritätsprinzip*, wonach der Staat nur tätig werden soll, wenn die Privaten etwas nicht selber regeln können.

Als *Nachteil und Risiko* der Selbstregulierung wird dagegen ein *Defizit an demokratischer Legitimation* und *Kontrolle* geortet. Beklagt wird die *Unklarheit* ihrer *Rechtsnatur* und oft von *Verfahrensfragen* und *Sanktionen* bei ihrer Verletzung. Es bestehe die Gefahr *kartellistischer Abschottung*. Bemängelt wird auch das Ungenügen der *Transparenz* und des *Einbezugs* von *Drittbetroffenen* in den Regulierungsprozess<sup>100</sup>. Auch wird die *Wirksamkeit* und *Effizienz* der Selbstregulierung bezweifelt.<sup>101</sup>

<sup>97</sup> Zum gleichen Schluss kommt Zufferey (Fn. 9), 591.

<sup>98</sup> Eidg. Bankenkommission EBK, Selbstregulierung im Schweizer Finanzsektor (»EBK-Bericht Selbstregulierung«), 2007, 20 ff.

<sup>99</sup> Vgl. etwa *EBK-Bericht Selbstregulierung* (Fn. 98), 20 f.; Kunz (Fn. 9), 481 f. und *Watter/Dubs* (Fn. 9), 747 f.; *Peter Nobel / Heinz Zimmermann*, Regulierung – Überregulierung – Selbstregulierung aus juristischer und ökonomischer Sicht, in: Peter Nobel (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Band 12/2004, Bern 2005, 53, 86; *Arnold Marti*, Selbstregulierung anstelle staatlicher Gesetzgebung?, ZBl 2000, 561 ff.

<sup>100</sup> S. insbesondere *Thévenoz* (Fn. 9).

<sup>101</sup> So durch *Marti* (Fn. 99), 584.

## V. Zukunft der Selbstregulierung im Schweizer Finanzmarktrecht

Ich verbinde meine persönliche Einschätzung der Vor- und Nachteile von Selbstregulierung mit einer Beurteilung ihrer künftigen Bedeutung im Schweizer Finanzmarktrecht.

*Einige* der genannten *Vorteile der Selbstregulierung überzeugen nicht*. Selbstregulierung bleibt Regulierung mit allen damit verbundenen Problemen und Herausforderungen. Selbstregulierung ist auch nicht schneller und flexibler als staatliche Regulierung, jedenfalls nicht als Verordnungen und Rundschreiben. Sie ist für die Betroffenen auch nicht zwingend weniger belastend als staatliche Regulierung.<sup>102</sup> Ob die Betroffenen ihren Sachverstand direkt in einer behördlich beeinflussten Koregulierung umsetzen oder indirekt in Gesprächen und Konsultationen zu staatlichen Regulierungen einbringen, macht kaum einen Unterschied. Sachverstand ist zudem auch von den Behörden gefordert und sollte bei ihnen (von Gesetzes wegen)<sup>103</sup> auch vorhanden sein. Auch bei staatlichen Regeln besteht zudem die Gefahr wettbewerbsbeschränkender Auswirkungen ähnlich wie bei der Selbstregulierung.

Selbstregulierung in der Form von Koregulierung hat aber aus meiner Sicht einen *fundamentalen*, wenn auch schwer messbaren Wert. Sie ist Ausdruck eines Grundvertrauens und Dialogs zwischen der Aufsichtsbehörde und der von ihr beaufsichtigten und sich selbst regulierenden Branche. Daraus kann sich tatsächlich eine höhere Akzeptanz bei den von der Selbstregulierung Verpflichteten ergeben.

An der Selbstregulierung regelmässig nicht beteiligt sind Kunden oder Marktteilnehmer, welche einzelne Selbstregulierungen schützen wollen. Der Gesetzgeber betrachtet diese Interessen der Gläubiger, Anleger und Versicherten als schutzwürdige öffentliche Interessen.<sup>104</sup> Im *ungenügenden Schutz* und *Einbezug der Kundeninteressen* und anderer öffentlicher Interessen liegt für mich eine Gefahr der Selbstregulierung. Ein nötiges aber grundsätzlich auch taugliches Korrektiv liegt in der Koregulierung, d.h. in dem durch das FINMAG vorgesehenen staatlichen Rahmen und im Einbezug der Behörden in die Selbstregulierung.

Das zweitwichtigste Problem der Selbstregulierung liegt für mich in den Problemen bei ihrer *Durchsetzung*. Die Selbstregulatoren haben immer Anreiz und oft auch noch Kraft zur Regulierung. Bei der Umsetzung und allenfalls

---

<sup>102</sup> Christoph B. Bühler, »Finanzmarktregulierung im Spannungsfeld von Recht und Politik«. Schweizerische Juristen-Zeitung 106 (2010), 469, 476 mit Blick auf das Regelwerk der SIX; Renz (Fn. 9), 143.

<sup>103</sup> So ausdrücklich für den Verwaltungsrat der FINMA Art. 9 Abs. 2 FINMAG.

<sup>104</sup> Art. 5 Abs. 1 FINMAG.

Sanktionierung von Verstössen stossen sie aber an Grenzen. Das gilt sogar dort, wo wie bei der Sorgfaltspflichtvereinbarung der Banken ein Untersuchungs- und Sanktionsmechanismus vorgesehen ist. Auch hier braucht die Selbstregulierung einen staatlichen Rahmen und staatliche Unterstützung.

Der *internationale Trend* läuft nicht erst seit der Finanzkrise von 2008 klar gegen die *Selbstregulierung*.<sup>105</sup> Keine einzige international in den letzten Jahren diskutierte Policyantwort auf (tatsächliche oder vermeintliche) Ursachen zur Finanzkrise setzt auf Selbstregulierung.<sup>106</sup> Im Gegensatz dazu stehen Vorschläge zur Übernahme neuer Aufsichtsaufgaben durch Behörden oder die Übertragung von Selbstregulierungsaufgaben an staatliche Behörden. So wurde etwa in Europa die neue Aufsicht über Ratingagenturen der europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA übertragen. Neu sollen staatliche Behörden die Bildung von wichtigen Referenzsätzen wie LIBOR zumindest als Oberaufsicht überwachen. In Grossbritannien ist dieser Schritt schon erfolgt, in der EU angekündigt.<sup>107</sup> In verschiedenen Bereichen kennt das Schweizer Recht heute eine Selbstregulierung, wo das EU-Recht staatliche Aufsicht verlangt. Fazit daraus: Es weht kein internationaler Wind im Rücken der Selbstregulierung.

Daraus folgt nicht, dass Selbstregulierung im *Schweizer* Finanzmarktrecht keinen Platz mehr hat. Als *Testfälle* werden vier *hängige Gesetzesprojekte* dienen, wo Koregulierung in Entwürfen jedenfalls als Variante vorgesehen ist:

1. Die FINMA hat im Februar 2012 ein Positionspapier »Vertriebsregeln« veröffentlicht. Darin machte sie auf einer Policyebene weitreichende Vorschläge für neue gesetzliche und sektorübergreifende Regeln zur Transparenz von Finanzprodukten, den Verhaltenspflichten und Ausbildung der Kundenberater am point of sale sowie der Aufsicht über Vermögensverwalter. Der Bundesrat nahm den Ball auf und beauftragte das Finanzdepartement, bis Ende 2013 einen ausformulierten Vorschlag für ein »*Finanzdienstleistungsgesetz (FID-LEG)*« auszuarbeiten. In einem Hearingbericht schlug das EFD im Februar 2013 zur Aufsicht über die Vermögensverwalter als Varianten eine direkte Aufsicht durch die FINMA oder einen Ausbau des für die Geldwäschereibekämpfung geltenden Selbstregulierungssystems vor. Bei dieser Selbstregulierungs-

<sup>105</sup> Gleich die Diagnose von *Franca Contratto*, »Verhaltensregeln für unabhängige Vermögensverwalter nach FINMA-Rundschreiben 2009/1: Nährboden für strukturelle Vollzugsdefizite?« Schweizerische Zeitschrift für Wirtschafts- und Finanzmarktrecht SZW, 2010, 360 f.

<sup>106</sup> Zu keinem anderen Schluss kommt im Grunde *Hüpkas* (Fn. 1), 439 ff., welche verschiedene Regulierungsinitiativen privater Interessengruppen seit 2000 in den Bereichen Abwicklungs- und Gegenpartearisiken, Wertverlust von Staatsanleihen, Geldwäschereibekämpfung, Hedge Fund Regulierung und Vergütungspraktiken beschreibt.

<sup>107</sup> Der Vorschlag der EU-Kommission vom 18.9.2013 für eine EU-Benchmark-Verordnung« verlangt eine staatliche Aufsicht über die Administratoren von benchmarks: [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/benchmarks/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/benchmarks/index_en.htm).

variante würde die Aufsicht der FINMA über die Selbstregulierungsorganisationen (SROs) gestärkt und der FINMA mehr Instrumente dafür in die Hand gegeben. Das FIDLEG wird es mit Sicherheit politisch nicht einfach haben. Ein nächster Schritt wird eine für Anfang 2014 angekündigte Vernehmlassungsvorlage des Bundesrates sein. Für die Selbstregulierung wird die Ausgestaltung der Aufsicht über die Vermögensverwalter einen wichtigen Test darstellen. Die Selbstregulierungsvariante wird höchstens dann glaubwürdig sein, wenn sie eine tragfähige staatliche Aufsicht über die Selbstregulierungsorganisationen vorsieht.<sup>108</sup> Sollte dagegen die (schwere) Aufgabe der Aufsicht über tausende von Vermögensverwaltern direkt der FINMA übertragen werden, dürfte dies die Existenz der Selbstregulierungsorganisationen in der Geldwäschereiaufsicht gefährden, da die Vermögensverwalter auch unter dem Geldwäschereigesetz eine direkte Bewilligung und Aufsicht durch die FINMA anstreben dürften, um eine doppelte Aufsicht zu vermeiden.

2. Ebenfalls wird im Herbst 2013 eine öffentliche Vernehmlassung zu einem *Finanzplatzinfrastrukturgesetz (FINFRAG)* erwartet. Es geht dabei zum einen um die Umsetzung der internationalen Standards zur Berichterstattung und Abwicklung von ausserbörslich (»over-the-Counter«, OTC) gehandelten Derivaten. Zum anderen sollen auch der gesetzliche Rahmen für die Finanzplatzinfrastruktur, d.h. insbesondere den Handel, die Abwicklung und Übereignung (»trading, clearing, settlement«) von Effekten verstärkt werden. Hier wird insbesondere interessant sein zu beobachten, ob der Gestaltungsraum der Börsen zur Selbstregulierung belassen oder entsprechend den Vorgaben des europäischen Rechts eingeschränkt wird.

3. Derzeit wird in der Schweiz diskutiert, ob und wieweit den Banken und anderen Finanzintermediären Sorgfaltspflichten zur *Abwehr unverteuerter Gelder ausländischer Kunden* auferlegt werden sollen:

#### **Beispiel 8 – Selbstregulierung zur Abwehr unverteuerter Gelder ausländischer Kunden?**

Steuerdelikte sind nach geltendem Schweizer Geldwäschereirecht keine Vortaten zu Geldwäscherei. Das soll sich nach dem Willen des Bundesrates ändern. In einer Vernehmlassungsvorlage vom Februar 2013 schlug er vor, *qualifizierten Steuerbetrug* auch als Vortat zu betrachten. Auslöser für die Vorlage war die Verschärfung der Empfehlungen der »Financial Action Task Force«. Als Steuerbetrug gälte die Täuschung der

---

<sup>108</sup> Sehr kritisch gegenüber dem geltenden Selbstregulierungsansatz bei der Überwachung der Vermögensverwalter und dessen Fortführung in einem FIDLEG *Contratto* (Fn. 105), 356 ff.; nach ausführlicher Analyse halten *Susan Emmenegger* und *Rahel Good*, »Anlegerschutz in der Vermögensverwaltung und Anlageberatung: Zum Projekt eines Finanzdienstleistungsgesetzes für die Schweiz (FIDLEG)«. Schweizer Schriften zum Finanzmarktrecht Band 108, Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert, 2013, 85–132, 99 ff. selbst ein angepasstes Selbstregulierungs- und Selbstüberwachungsregime für untauglich und befürworten eine direkte Aufsicht über die Vermögensverwalter durch die FINMA.

Steuerbehörden durch arglistige Handlungen oder falsche Unterlagen über »nicht deklarierte Steuerfaktoren« von »mindestens 600'000 Franken«. Für diesen qualifizierten Steuerbetrug würden die normalen Sorgfalts- und Meldepflichten des Geldwäschereigesetzes gelten.

Gleichzeitig schlug der Bundesrat in einer anderen Vorlage zusätzlich vor, darüber hinaus für Finanzintermediäre besondere Sorgfaltspflichten zur Abwehr *»sämtlicher unversteuerten Gelder* einzuführen. Hintergrund dieser Vorlage ist die »Weissgeldstrategie« des Bundesrates für den Finanzplatz.<sup>109</sup> Bei diesen »erweiterten« Sorgfaltspflichten würde es keinen Unterschied machen, ob die von Kunden angelegten Gelder und ihre Erträge mittels eines qualifizierten Steuerbetrugs oder durch eine blosser Steuerhinterziehung der Besteuerung entzogen werden. Solche unversteuerten Gelder dürften in Zukunft nicht mehr angenommen werden. Ergäben die Abklärungen zu neuen Geldern einen Verdacht, dass bereits angelegte Gelder des gleichen Kunden nicht versteuert sind, müsste die Geschäftsbeziehung abgebrochen werden, wenn der Kunde die Steuerkonformität nicht nachweisen kann. Eine Meldepflicht wäre aber anders als bei Vortaten zu Geldwäscherei nicht vorgesehen.

Wann muss der Finanzintermediäre annehmen, dass ein künftiger Kunde anzulegende Gelder nicht versteuert? Der Vorschlag definiert im Gesetz Anhaltspunkte für erhöhte und verminderte Risiken auf Nichteinhalten steuerlicher Vorschriften durch die Kunden. Diese Anhaltspunkte sollen die Banken und die anderen Finanzintermediäre in einer durch die FINMA zu aner kennenden Selbstregulierung präzisieren und ergänzen. Erfolgt dies nicht oder nicht in einer aner kennungsfähigen Weise, müsste die FINMA eine Verordnung dazu erlassen.

Die beiden Vorlagen sind politisch sehr umstritten. Gesetzesbotschaften des Bundesrates an das Parlament dazu werden bis Ende 2013 erwartet.

4. Das *Konsumkreditgesetz* soll revidiert werden. Ein im Juni 2013 veröffentlichter Vorschlag dazu sieht einen Auftrag zur Selbstregulierung zur Beschränkung »aggressiver Werbung« für Konsumkredite vor:

**Beispiel 9 – Gesetzlicher Auftrag zur Selbstregulierung der Werbung für Konsumkredite?**

Ein eindruckliches Hin- und Her zwischen staatlicher Regulierung und Selbstregulierung ist im Konsumkreditrecht zu beobachten. Der Schutz von Konsumenten vor unlauteren oder zumindest allzu verlockenden Konsumkrediten bildet immer wieder Gegenstand politischer Debatten. Ein Diskussionspunkt ist dabei die Werbung für Konsumkredite.<sup>110</sup>

Im Vorfeld des ersten Konsumkreditgesetzes von 1993 auferlegte sich die Branche in zwei Selbstregulierungen<sup>111</sup> Werbebeschränkungen. Sie wurden beide mit dem Inkrafttreten des total revidierten Konsumkreditgesetzes (KKG)<sup>112</sup> 2003 aufgehoben. Sie

<sup>109</sup> Dazu Urs Zulauf, »Weissgeldstrategie« für das Schweizer Private Banking?, in: Peter R. Isler / Romeo Cerutti, Vermögensverwaltung VI, Zürich 2013.

<sup>110</sup> Dazu Lucas David, »Die Werbung für Konsumkredite«, 2002, 172 ff.

<sup>111</sup> Konvention 1.6.1990 des Verbandes Schweizerischer Kreditbanken und Finanzierungsinstitute (VSKF) über »Einschränkungen der Werbung im Konsumkreditgeschäft« und die Konvention der Bankiervereinigung vom 9.12.1993 über »Werbebeschränkungen im Konsumkreditgeschäft«.

<sup>112</sup> Vom 23.3.2001, SR 221.214.1.



wurden als unnötig erachtet, da Teilaspekte der Werbung für Konsumkredite neu im Gesetz über den unlauteren Wettbewerb (UWG) geregelt waren.<sup>113</sup>

Diese Regelung wird nun aber als ungenügend erachtet. So findet im Herbst 2013 eine öffentliche Vernehmlassung zu einem Entwurf der parlamentarischen Wirtschafts- und Abgabekommission zur Ergänzung des Konsumkreditgesetzes statt<sup>114</sup>. Er verbietet die »aggressive Werbung« für Konsumkredite. Die Kreditgeber würden gesetzlich verpflichtet, in einer »privatrechtlichen Konvention« zu sagen, welche Werbung aggressiv sei. Tun sie es nicht, wäre der Bundesrat gehalten, dies in einer staatlichen Verordnung zu tun. Er könnte die Sanktionen der Vereinbarung allgemeinverbindlich erklären.<sup>115</sup> Die Branchenverbände sind offenbar bereit zur Selbstregulierung und haben sogar entsprechende Entwürfe dem Parlament vorgelegt.<sup>116</sup>

Wichtig für die *Zukunft der Selbstregulierung* am Schweizer Finanzmarktrecht sind nicht nur diese Projekte, sondern auch die *Haltung der wichtigsten Akteure* zur Selbstregulierung:

Für die *Finanzbranche* und ihre Verbände überwiegen klar ihre Vorteile. Für sie war und ist die Selbstregulierungslust eindeutig grösser als die Selbstregulierungslast. Daran dürfte sich nichts ändern, da die Branche trotz allen Steuerungen und Lenkungen der FINMA die Selbstregulierung mehr beeinflussen kann als die staatliche Regulierung.

Was denken die *Behörden*? Hier zeigt sich ein differenziertes Bild: Wie aus den soeben genannten Beispielen zu ersehen ist, ist in der formellen *Gesetzgebung* die Bereitschaft zu staatlich verankerter Koregulierung nach wie vor vorhanden. Weniger eindeutig ist die Haltung der FINMA als Aufsichtsbehörde und wichtigster Regulator in technischen Fragen. Hier gab und gibt es immer wieder Zweifel.<sup>117</sup> Der geschilderte gesetzliche Auftrag zur »Unterstützung« der Selbstregulierung gilt seit 2009. Das FINMAG verlangt von der FINMA wie gezeigt, bei ihrer Regulierung die Selbstregulierung zu »unterstützen«. Der Auftrag lässt aber Raum bei der Umsetzung. Es gab seit der Schaffung der FINMA 2009 keine Stellungnahmen von FINMA-Verantwortlichen, welche an den »EBK Bericht Selbstregulierung« von 2007 anknüpften.<sup>118</sup> Darauf darf man gespannt sein.

Ich gebe hier meine persönlichen Ansichten wieder, die mit der FINMA nicht abgesprochen sind. Ich sehe entgegen Skeptikern<sup>119</sup> eine Zukunft der Selbstre-

<sup>113</sup> Art. 36 KKG i.V.m. Art. 3 Abs. 1 Bst. k, l und m UWG.

<sup>114</sup> Entwurf und Bericht vom 6.6.2013 in Ausführung der 10.467 Parlamentarische Initiative »Schuldenprävention. Keine Werbung für Kleinkredite«.

<sup>115</sup> Art. 36a, 36b E-KKG.

<sup>116</sup> Bericht (Fn. 114), 7 f.

<sup>117</sup> So zur Grenze der Selbstregulierung im Börsenbereich: EBK Jahresbericht 2002, 72.

<sup>118</sup> Der Aufsatz von *Hüpkas* (Fn. 1) beruht auf einem Referat von 2007.

<sup>119</sup> So konstatiert *Bühler* (Fn. 102), 468 f. eine völlige Umkehr des Trends zur Selbstregulierung nach der Finanzkrise.

gulation im Schweizer Finanzmarktrecht, allerdings nur innerhalb der folgenden vier *Rahmenbedingungen*:

a) Die Holzer folgen bekanntlich dem Motto: »Auf einen groben Klotz gehört ein grober Keil«. Diese Erkenntnis gilt abgewandelt auch für die Regulierung. Ein *dringendes und wichtiges regulatorisches Problem* bedarf einer Antwort auf *Gesetzesstufe*. Dies gilt sogar dann, wenn allenfalls die Rechtsgrundlage bei gutem Auslegungswillen erlauben würde, die Sache auf Stufe Verordnung oder Selbstregulierung zu regulieren. Ein Anwendungsbeispiel sind die seit September 2011 geltenden strengeren Anforderungen zu systemrelevanten Banken. In einzelnen (nicht allen) Fragen wie der Liquidität oder der Höhe der Eigenmittel für systemrelevante Banken hätte das vorher geltende Recht durchaus Handlungsspielraum enthalten. Ebenso wurde mit durchaus valablen Argumenten argumentiert, das damals geltende Recht hätte bereits den bail-in von Fremdkapital erlaubt.<sup>120</sup> Zu Recht wurde aber das Gesetz angepasst. In solchen Fragen hat Selbstregulierung keinen Platz. Anschaulich dazu ist auch die vorne in Beispiel 1 geschilderte Entwicklung der Regulierung der Vergütungen.

b) Die *Selbstregulierung benötigt einen staatlichen Rahmen* bei ihrer Ausarbeitung und die FINMA als Aufsichtsbehörde, welche sie auch bei der Umsetzung unterstützt und Verletzungen letztlich sanktionieren kann.<sup>121</sup> Andernfalls drohen die öffentlichen Interessen unzureichend gewahrt zu werden, und die Selbstregulierung bleibt in der Sache unglaubwürdig und rechtstaatlich<sup>122</sup> nicht vertretbar.

c) Für Selbstregulierung bleibt schliesslich dort nur beschränkter Raum, wo Schweizer Akteure Zugang zu ausländischen Märkten wünschen, und das *ausländische Recht* diese von einer *gleichwertigen staatlichen Aufsicht* über die Akteure oder Produkte abhängig macht. Ein möglicher Anwendungsfall sind die Anforderungen von MIFID für Vermögensverwalter aus Drittstaaten.<sup>123</sup> In solchen Fällen ist zumindest als Option eine staatliche Überwachung zu schaffen.

d) Die Selbstregulatoren tun sich schwer damit, Dritte in den Regulierungsprozess einzubeziehen, etwa durch eine über die Mitglieder eines Branchenverbandes hinausgehende Konsultation. Oft ist die interne Meinungsbildung schon kompliziert genug. Jedenfalls bei Selbstregulierungen mit starker Drittwirkung ist dies jedoch ungenügend. Betroffene und Dritte sollten im Regulierungsprozess soweit möglich einbezogen werden. Andernfalls könnte die FINMA dies

<sup>120</sup> Änderungen des BankG vom 18.3. und 30.9.2011, AS 2011 3919 und 2012 811.

<sup>121</sup> Ebenso Zufferey (Fn. 88), 220.

<sup>122</sup> Ebenso Winzeler (Fn. 9), 179 aus Sicht der Bankiervereinigung.

<sup>123</sup> Bericht der Expertengruppe Brunetti zur »Weiterentwicklung der Finanzmarktstrategie« vom Juni 2013, 23 ff. auf der Webseite des EFD: <http://www.news.admin.ch/NSBSubscriber/message/attachments/31569.pdf>.

im Rahmen der Anerkennung von Mindeststandards kompensieren und eine *öffentliche Anhörung* oder zumindest Gespräche durchführen, bevor sie eine wichtige Selbstregulierung als Mindeststandard genehmigt.<sup>124</sup>

Fazit zum Schluss: *Selbstregulierung hat im Finanzmarktrecht einen Platz und eine Zukunft, sofern die Rahmenbedingungen dazu stimmen. Entscheidend ist ein sachgerechter gesetzlicher Rahmen für die Selbstregulierung und eine von Vertrauen geprägte Zusammenarbeit zwischen staatlichen Behörden und Selbstregulatoren. Die Zukunft der Selbstregulierung gehört damit der Koregulierung: Koregulierung statt Selbstregulierung. In dieser Ausgestaltung wird die Selbstregulierung eine wichtige Stellung im Schweizer Finanzmarktrecht behalten.*

## Zusammenfassung

Der Beitrag schildert den Stand und die Bedeutung der Selbstregulierung im Schweizer Finanzmarktrecht. Er nennt die Gründe, weshalb der prinzipiell fundamentale Unterschied zwischen staatlicher Regulierung und privater Selbstregulierung nicht überbewertet werden sollte. Die wichtigsten Selbstregulierungsorganisationen und die wichtigsten Selbstregulierungen werden nach Themenbereichen zusammengefasst dargestellt. Beispiele zeigen das Zusammenspiel von staatlicher und privater Regulierung. Vor dem Hintergrund praktischer Erfahrungen werden die wichtigsten Motive und Treiber für Selbstregulierungen sowie die Interaktion zwischen staatlichen Behörden (insbesondere der FINMA) und den Selbstregulatoren erläutert. Ausgehend von Chancen und Vorteilen sowie Risiken und Nachteilen der Selbstregulierung und dem Hintergrund von vier aktuellen Gesetzgebungsprojekten wird eine Zukunft der Selbstregulierung im Schweizer Finanzmarktrecht entgegen des internationalen Trends bejaht. Voraussetzung sind aber gewisse Rahmenbedingungen. So bedarf die Selbstregulierung zu ihrer Glaubwürdigkeit und Wirksamkeit eines engen Zusammenwirkens von privaten Selbstregulierungsorganisationen und den Behörden, insbesondere der FINMA (»Koregulierung statt Selbstregulierung«). Kein Raum selbst für diese Form von Selbstregulierung bleibt bei (zu Recht oder Unrecht) als fundamental wahrgenommenen Problemlagen. Die Antwort darauf erfordert aus rechtlichen und politischen Gründen eine formelle Gesetzgebung. Ebenfalls ungeeignet ist die Selbstregulierung, wenn ausländisches Recht für den Marktzugang eine gleichwertige (staatliche) Regulierung verlangt. Durch die FINMA auszugleichen und bei der Anerkennung als

---

<sup>124</sup> Noch weiter geht *Zufferey* (Fn. 9), 595 f., welcher eine Beteiligung der Betroffenen am Regulierungsverfahren nur als zweitbeste Lösung erachtet und eine eigentliche dauernde Vertretung aller Betroffenen in den Selbstregulierungsorganisationen fordert.

Mindeststandard nachzuholen sind allfällige Defizite beim Einbezug betroffener Dritter im Regulierungsprozess.

## Résumé

Cette contribution dépeint l'état et l'importance de l'autorégulation dans le droit suisse des marchés financiers. Elle évoque les raisons pour lesquelles la différence en principe entre régulation de l'Etat et autorégulation privée ne doit pas être surestimée. Les principaux organismes d'autorégulation ainsi que les principales autorégulations y sont présentés de manière synthétique par thèmes. Des exemples permettent notamment de saisir l'interaction entre régulations étatique et privée. Les principales raisons et incitations motivant les autorégulations, de même que les relations entre autorités étatiques (notamment la FINMA) et les autorégulateurs y sont détaillées sur la base d'expériences pratiques. Partant des opportunités et avantages ainsi que des risques et désavantages de l'autorégulation et s'appuyant sur quatre projets législatifs actuels, la contribution montre que l'autorégulation se justifie à l'avenir dans le droit suisse des marchés financiers, contrairement à la tendance internationale. Toutefois certaines conditions-cadre doivent être établies. L'autorégulation nécessite ainsi, pour être crédible et efficace, une collaboration étroite des organismes privés d'autorégulation et des autorités, en particulier la FINMA («corégulation plutôt qu'autorégulation»). Les problématiques considérées (à tort ou à raison) comme fondamentales laissent peu de place à cette forme d'autorégulation. Pour des raisons tant juridiques que politiques, il faut, pour y remédier, une législation formelle. L'autorégulation n'est pas non plus appropriée lorsque le droit étranger exige une régulation (par l'Etat) équivalente pour pouvoir accéder au marché. D'éventuelles lacunes quant à la prise en compte de tiers concernés dans le processus de régulation doivent être compensées par la FINMA et comblées au moment de la reconnaissance de l'autorégulation en tant que standard minimal.

## Summary

The article describes the status and significance of self-regulation in Swiss financial market law. It sets out the reasons for which the main fundamental difference between state regulation and private self-regulation should not be overestimated. The most important self-regulatory organisations and self-regulation are summarised here according to topic. By illustrating examples, the interaction between state and private regulation is being demonstrated. Drawing on practical experience, the main drivers and reasons for self-regulation and the interaction between state authorities (in particular FINMA) and the self-regulators

are explained. In light of the chances and advantages and the risks and disadvantages of self-regulation, the future of self-regulation in Swiss financial market law is being affirmed on the background of four current legislative projects, in contrast to international trends. Nonetheless, certain underlying conditions are necessary. In order to gain credibility and prove its effectiveness, self-regulation requires close interaction between private self-regulatory organisations and the authorities, in particular with FINMA (co-regulation instead of self-regulation). There is no room even for this form of co-regulation in areas for regulatory action that are (rightly or wrongly) perceived as fundamental. For legal and political reasons, response in those areas must come in the form of state primary legislation. Self-regulation is also inappropriate if foreign legislation requires an equivalent (state) regulation to allow market entry for Swiss intermediaries. Potential shortcomings in involving third parties concerned by the self-regulatory process should be counteracted through FINMA's engagement during the minimum standards recognition process.