



10 Jahre Börsengesetz - Ziel erreicht?

Referat von Hansueli Geiger, Leiter Bewilligungen beim Sekretariat der Eidg. Bankenkommission

Generalversammlung des Schweizer Verbandes Unabhängiger Effekthändler vom 6. Juni 2007 in Bern

Geschätzte Herren Vorstände, Mitglieder und Nicht-Mitglieder des Effekthändlerverbandes, verehrte Anwesende!

a) Ich möchte mich vorab für die Möglichkeit **bedanken**, als Vertreter der Aufsichtsbehörde EBK einen Teil Ihrer diesjährigen Generalversammlung mit bestreiten zu dürfen. Es ist durchaus nicht selbstverständlich, dass dem Regulator diese Ehre zuteil wird, da er aufgrund seiner Aufsichtsfunktion doch bisweilen als „Watchdog“ wahrgenommen wird, den man stillhalten, keinesfalls aber herausfordern sollte. Nun, meine Auffassung war dies nie! Betrachten wir nämlich unsere Ziele aus einer allgemeinen Optik, so stelle ich viel Übereinstimmung fest: uns allen liegt die Förderung der Interessen des Finanzplatzes Schweiz gleichermassen am Herzen. Dazu bedarf es beider: einen Regulator, der sich nur in einem erfolgreichen Marktumfeld wunschgemäss entfalten kann, und die beaufsichtigten Marktteilnehmer, die ihrerseits auf einen glaubwürdigen Regulator angewiesen sind. Nach diesem Hinweis auf das **Rollenverständnis** möchte ich mich nun dem Börsengesetz widmen.



b) Das **Thema** meines Referats ist nahe liegend: das Börsengesetz - oder zumindest wichtige Teile davon - sind am 1. Februar 1997 in Kraft getreten. Das Gesetz feiert sein 10-jähriges Bestehen. Auch ich konnte vor noch nicht allzu langer Zeit mein 10-jähriges Jubiläum als Mitarbeiter der EBK feiern. Dies beunruhigt einerseits, hat andererseits aber den Vorteil, dass ich die Aufsichtspraxis im Bereich des Börsengesetzes von Beginn weg aus nächster Entfernung begleiten konnte. Auch habe ich das Wirken Ihres Verbands seit dessen Gründung vor rund 7 Jahren interessiert mitverfolgt. Die Anliegen Ihres Verbandes sind mir bekannt, ebenso Ihre **Erwartungshaltung**. Ich werde mich daher darum bemühen, den Fokus, der sich hinter dem Titel meines heutigen Referats verbirgt, zügig auf den Effektenhändler zu richten. Andere Teile des Börsengesetzes bleiben bewusst ausgeklammert, auch wenn sie ebenfalls spannend und hochaktuell sind. Ich erinnere nur an die laufende Debatte zum Offenlegungs- und Übernahmerecht, oder die Fusionspläne der SWX und der SIS-Group.

1) Rückblende

Wenn über die Erreichung von Zielen nachgedacht wird, ist es sinnvoll, sich zunächst einmal die Ziele zu vergegenwärtigen, die dem Börsengesetz ursprünglich zugrunde gelegt wurden. Gestatten Sie mir daher einen kurzen Rückblick auf die historischen Anfänge.



(Entstehungsgeschichte)

Das Börsenwesen war bis zur Schaffung des Börsengesetzes eine kantonale Domäne. Die Börsenkantone Zürich, Genf und Basel übten je eine kantonale Aufsicht über ihre Börsenplätze aus. Vielen unter Ihnen dürfte die Zürcher Ordnung mit der Unterscheidung in zwei Börsenkonzessionen, die A-Konzessionäre für den Börsenhandel und die B-Konzessionäre für den ausserbörslichen Wertpapierhandel, noch geläufig sein. Konzessionsträger konnten in beiden Fällen nur natürliche Personen sein.

Mit dem eidgenössischen Börsengesetz sollte, gewissermassen als zeitgemässe Antwort auf die internationalen Entwicklungen und die globalen Verflechtungen der Finanzmärkte, ein bundesweit vereinheitlichtes Regelwerk geschaffen werden.

(Ziele)

Im Unterschied zum Bankengesetz - wenn auch teilweise überschneidend - geht es hier primär um Anleger-, nicht um Einleger-schutz. Während der Einleger auf die Rückzahlung seiner nominellen Einlage vertraut, verlässt sich der Anleger auf funktionierende und transparente Märkte sowie faires Verhalten der übrigen Marktteilnehmer. Das Börsengesetz bezweckt nicht, den Anleger direkt vor Kursverlusten zu bewahren, sondern setzt den institutionellen Rahmen und definiert die Spielregeln, welche die Funktionsfähigkeit der Märkte gewährleisten. Im makroprudentiellen Aufsichtsbereich des System- und Funktionsschutzes fliessen die Zielsetzungen des Banken- und Börsengesetzes allerdings wieder zusammen.



(Gegenstand)

Im Zentrum des Börsengesetzes stehen die Effektenmärkte. Die Effekte, definiert als standardisiertes, zum massenweisen Handel geeignetes Finanzinstrument, ist gleichsam das verbindende Element, welches Märkte und Marktteilnehmer zusammenführt und den Anwendungsbereich des Börsengesetzes produktemässig absteckt.

Wenn ich versuche, die unterstellungspflichtigen Funktionen des Effekthändlers innerhalb der Wertschöpfungskette des Finanzdienstleisters zu lokalisieren, sind es vor allem Bereiche des „middle-office“, unter Ausklammerung der Funktionen „Front“, d.h. Anlageberatung, Vermögensverwaltung sowie Weiterleitung von Aufträgen und unter Ausblendung auch des „backoffice“, d.h. v.a. Wertschriftenabwicklung, -administration und -verwahrung.

Strukturell sollten nur Handelsformen lautend im „eigenen Namen“ unterstellt werden. Weite Teile der Finanzdienstleistungen blieben weiterhin ausgeblendet respektive von einem relativ bescheidenen Kontrollansatz erfasst (GwG), wie namentlich weite Teile der Vermögensverwaltung. Wir bezeichnen dieses offene Bekenntnis zu einer nicht flächendeckenden prudentiellen Finanzmarktaufsicht auch als **Skipistenkonzept**: es gibt markierte Pisten, wo der Kunde weiss, dass er sich im kontrollierten Bereich bewegt, und unpräparierte Hänge abseits der Piste, welche von Variantenskipfahrern quasi auf eigenes Risiko bevorzugt werden.

Insgesamt sollte mit dem Effekthändler ein moderner, europatauglicher und wettbewerbsfähiger Bewilligungsträger geschaffen wer-



den, in der Anlehnung an EU-Standards nicht überschliessend, sondern von eigenständig-schweizerischer Prägung.

Dem neu geschaffenen Bewilligungsstatus lag damals kein klares Leitbild zugrunde. Gesichertes Wissen über Anzahl, Art und Profil der betroffenen Institute gab es nicht. Der Verordnungsgeber hat fünf Bewilligungskategorien definiert und dabei über den Begriff des Kundenhändlers wie erwähnt eine folgenreiche Weichenstellung getroffen: Mit der Eingrenzung auf Handelsformen in eigenem Namen (auf fremde Rechnung) werden sämtliche klassischen Vermögensverwalter vom Unterstellungsbereich ferngehalten, die gestützt auf eine Verwaltungsvollmacht in fremdem Namen Kundenportefeuilles verwalten. Die Architekten der Börsengesetzgebung waren sich bereits damals bewusst, dass die Effekthändler-Regulierung neu überprüft werden müsse, sobald ausreichende Kenntnisse über Effekthändlerpopulation gesammelt worden sind.

Immerhin: die Funktion des Effekthändlers war der Aufsichtsbehörde ganz unbekannt auch wieder nicht. Der Effektenhandel deckt einen wichtigen Geschäftsbereich jeder **Universalbank** ab. Praktisch sämtliche Banken mussten deshalb ebenfalls um eine Bewilligung als Effekthändler nachsuchen. Auch ist damit ein Stück weit erklärbar, weshalb sich, getreu dem Grundsatz „same business, same risk, same rules“ die Bewilligungsvoraussetzungen und das Überwachungsregime am Bankenmodell ausrichteten, das sich in der Praxis bewährt hatte. Diese funktionale Gleichbehandlung trägt wohl dem Prinzip gleichlanger Spiesse im Wettbewerb, weniger aber den institutionellen Risikounterschieden zwischen den beiden Typen von Finanzintermediären Rechnung.



Nicht ganz unzutreffend war auch schon verschiedentlich von einem Status „Bank light“ die Rede. Schon Prof. Jean-Baptiste Zufferey, Vizepräsident der Bankenkommission, hatte in einer vergleichenden Studie aus dem Jahre 1998 als eine Binsenwahrheit („truisme“) dargestellt, „que l’Association suisse des banquiers (ASB) a joué un rôle fondamental dans la mise en place du nouveau régime légal“¹. Der Regulierungsansatz ist stark angeglichen, Unterschiede bestehen vorwiegend nur beim Mindestkapital, den Liquiditätsvorschriften und der Organisation.

Innerhalb der vergangenen 10 Jahre seit Inkrafttreten des Börsengesetzes hat sich das rechtliche Umfeld, sowohl national als auch international, verändert. Die Regulierungsspirale, besonders auch die europäische, hat weiter an Fahrt gewonnen. Elektronische Er-rungenschaften haben die Wertschöpfungskette weiter aufgebrochen und zu Gewichtsverlagerungen unter den Finanzintermediären geführt. Höchste Zeit, einen Blick auf die Gegenwart zu werfen und zu fragen, was aus dem Effektenhändler in der Realität geworden ist und wo er in der heutigen Regulierungslandschaft steht.

¹ Zufferey, J.-B.: Vaut-il mieux être banque ou négociant ? in Festgabe für Chapuis, J.-P.: Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht, S. 195 ff.



2) Der Realtyp Effekthändler in der Bewilligungspraxis - Anwesende und Abwesende

Wenn ich heute in die Runde blicke und nach dem Realtyp Effekthändler Ausschau halte, sehe ich verschiedenartigste Business Modelle und Institute vereint, nicht aber unbedingt die vom Verordnungsgeber seinerzeit Selektionierten.

Bei Inkrafttreten des Börsengesetzes sind bei der EBK rund 420 Meldungen potentieller Effekthändlerkandidaten eingegangen. Davon qualifizierte nur etwas mehr als ein Viertel - also etwas über 100 - als Effekthändler, und nach Abzug weiterer Kandidaten, die sich aus dem unterstellungspflichtigen Bereich mehr oder weniger freiwillig verabschiedet hatten, erlangten etwas mehr als 70 Nichtbanken-Effekthändler eine Bewilligung. Seither präsentiert sich die Anzahl **Nichtbanken-Effekthändlern** relativ konstant innerhalb einer Spannweite zwischen rund 70 und 80².

Neubewilligungen und Aufhebungen der Unterstellung hielten sich in etwa die Waage. Weder wurde ein Boom ausgelöst - dazu erwies sich die Regulierungshürde, gerade im Verhältnis zu den unabhängigen Vermögensverwaltern, als zu hoch -, noch lassen die Zahlen der jüngsten Vergangenheit auf eine vom Aussterben unmittelbar bedrohte Gattung schliessen. Auch ist hier nicht zu vergessen, dass ein Grossteil der Banken ebenfalls über den Effekthändlerstatus verfügt (es gibt tatsächlich mehr Effekthändler als Banken!). Dennoch handelt es sich im Nichtbanken-Bereich um eine klar begrenzte

² 2000-2006: 73, 77, 82, 73, 68, 68, 72, wovon ausl. beherrscht: 24, 30, 33, 29, 22, 21, 21, und wovon Zweigniederlassung eines ausländischen Effekthändlers: 9, 7, 9, 11, 12, 12, 11 und Vertreter: 32, 46, 46, 50, 51, 44, 40.



Population, deren Ausbaufähigkeit durch jüngste Entwicklungen nicht gerade erleichtert wird (ich komme später darauf zurück).

Ordnet man die Effekthändlerbranche im Nichtbanken-Bereich nach dem **Hauptgeschäftsmodell** ein, ergibt sich im Vergleich zu den börsenrechtlich verordneten Kategorien folgendes Bild: klar im Vordergrund mit einem Anteil von rund 2/3 der Gesamtpopulation steht der **Vermögensverwalter**. Er wird als Kundenhändler vom Geltungsbereich des Börsengesetzes erfasst, soweit er nicht nur in fremdem, sondern auch in eigenem Namen für Rechnung von Kunden mit Effekten handelt. Zur Abwicklung des Effektengeschäfts führt er entweder selbst oder bei Dritten Konti und Depots.

Eine zweite Gattung lässt sich unter dem Begriff „Investment banking“ zusammenfassen, die auf dem Gebiet der Unternehmensfinanzierung vor allem professionelle Kundschaft beraten. Als weitere Kategorie hat sich auf dem Markt eine geringe Anzahl von Market Makern etabliert. Schliesslich gibt es eine konstante Zahl von rund 10 Zweigniederlassungen ausländischer Effekthändler.

Rarität unter den Nichtbanken-Effekthändlern geblieben sind die Emissionshäuser, Derivathäuser und die Eigenhändler, letztere gar ohne praktische Relevanz.

Institutionell sind es neben den Banken vor allem **mittelständische Finanzdienstleister**, die börsengesetzliche Funktionen wahrnehmen und sich zu einer prudentiellen, aber massvollen Regulierung bekennen. Die Realität hat sich offensichtlich vom ursprünglichen Gesetzestyp des Brokers ein grosses Stück entfernt. Die bewilligten Effekthändler verstehen sich in der Mehrzahl weniger als „Händler“,



sondern als Vermögensverwalter, Asset Manager oder Investment Banker.

Prominente Abwesende geblieben sind nebst dem bereits mehrfach erwähnten unabhängigen Vermögensverwalter (ich komme auf diese Kategorie später ein weiteres Mal zurück), der Devisenhändler und der Introducing Broker.

Der **Introducing Broker**³ würde als Händler-Vermittler dem Leitbild des Gesetzgebers eigentlich entsprechen. Der praktische Nutzen einer verschärften Regulierung des Introducing Brokers ist jedoch nicht offensichtlich. Zudem handelt es sich um eine komplexe Materie, insbesondere im Zusammenspiel mit dem Vertreter ausländischer Effekthändler. Auch macht eine eigenständige Regelung wenig Sinn, ohne gleichzeitig das Schicksal des Vermögensverwalters zu präjudizieren. Die EBK gelangte deshalb zum Schluss, vorderhand am rechtlichen Umfeld des Introducing Brokers nichts zu verändern.

Beim **Devisenhändler** hingegen ortet die EBK Handlungsbedarf. Hier wurden in der Aufsichtspraxis wiederholt Missbräuche festgestellt. Heikel sind vor allem diejenigen Devisenhändler, welche - analog dem Kundenhändler - Kundengelder entgegennehmen und zur Auftragsabwicklung Konti in eigenem Namen verwenden. Zur Lösung des Problems wird ein einfacher und systemkonformer Weg

³ Der Introducing Broker kann mit den herkömmlichen Bewilligungskategorien nur unzureichend erfasst werden. Im Rechtssinne ist der Introducing Broker je nach vertraglicher Ausgestaltung Vermittlungs- oder Abschlussagent. Er tritt jedoch nie in eigenem Namen auf, womit eine Unterstellung als Effekthändler im Sinne von Art. 3 der Börsenverordnung (BEHV) entfällt. Er wird bloss im grenzüberschreitenden Verkehr als Vertreter eines ausländischen Effekthändlers erfasst, sofern er diesem einen dauernden Marktauftritt hierzulande ermöglicht und zwischen diesem und dem einführenden Broker in der Schweiz eine qualifizierte Anbindungsintensität im Sinne von Art. 39 Abs. 1 lit. a Ziff. 2 BEHV vorliegt (vgl. EBK-RS 98/2, Rz. 54 ff.).



vorgeschlagen: die Einlagen bei Devisenhändlern werden als bankmässiges Passivgeschäft betrachtet. Damit bleibt der Devisenhandel inskünftig Banken vorbehalten, was aufgrund seiner besonderen angestammten Banknähe als vertretbar erscheint. Die Qualifikation des Devisenhändlers als Bank steht auch im Einklang mit dem Aufsichtsrecht umliegender Länder, die den Devisenhändler, soweit erfasst, ebenfalls als Kreditinstitut betrachten. Das Projekt liegt zur Zeit beim Finanzdepartement, eine öffentliche Anhörung ist geplant.

Bemerkenswert ist ebenso die Tatsache, dass das **Effektenclearing und die Effektaufbewahrung** lange Zeit nicht vom Unterstellungsbereich erfasst waren. Diese Funktionen sind nicht mit jenen eines klassischen Bank- oder Effektenhandelsinstituts zu vergleichen. Sie spielen jedoch heutzutage innerhalb der Wertschöpfungskette und für den Finanzplatz Schweiz eine entscheidende Rolle. Nachdem die SIS-Gruppe mit ihren Tochtergesellschaften SIS Segalntersettle AG und SIS x-clear AG ursprünglich lediglich freiwillig - aus Anerkennungsgründen unter ausländischem Recht - als Bank unterstellt worden war, wurde diese Lücke im Jahre 2004 geschlossen: nach dem revidierten Nationalbankgesetz erhält die SNB neu die Kompetenz, Zahlungs- und Effektenabwicklungssysteme zu überwachen. Parallel dazu kann die EBK inskünftig derartige Systembetreiber ihrer Aufsicht unterstellen, und zwar selbst dann, wenn diese keine Bank- oder Effektenhandelstätigkeit im eigentlichen Wortsinne ausüben.

Wir stellen fest: Leitbild und Wirklichkeit, Funktion und Institut des Effektenhändlers nach Börsengesetz stimmen nicht mehr optimal überein. Ist dies weiter beunruhigend? Diese Frage wird je nach An-



spruchsgruppe und Interessenlage unterschiedlich beantwortet. Ich gehe im Folgenden etwas näher auf die wichtigsten betroffenen Anspruchsgruppen ein.

3) Der Effekthändler im Spannungsfeld verschiedener Anspruchsgruppen

a) **(Optik SVUE)** Ich beginne, wie es sich anlässlich einer Generalversammlung des Effekthändlerverbandes gehört, mit Ihrer **Optik**.

Ihr Verband hat immer wieder und mit Recht auf den bereits beschriebenen Bedeutungswandel des Effekthändlers seit dessen Einführung hingewiesen. Heute besetzt er als mittelständischer Finanzdienstleister die Regulierungsstufe zwischen Banken und unabhängigen Vermögensverwaltern. Vor diesem Hintergrund wird die Regulierung des Effekthändlers allenthalben als zu banknah empfunden. Den instituts- und risikospezifischen Unterschieden zwischen den beiden Aufsichtstypen werde zu wenig Rechnung getragen.

Namentlich bei nicht-kontoführenden und überhaupt bei nicht-kundenbezogenen Handelsaktivitäten sei der Effekthändlerstatus zu rigide ausgefallen. Als prominentestes Beispiel einer schwer verdaulichen Regulierung wird in diesem Zusammenhang vor allem das Eigenmittelregime von Basel II erwähnt, das auch auf Effekthändler grundsätzlich voll zur Anwendung gelangt.

Daneben werden auch Erleichterungen bei den organisatorischen Vorgaben und beim Konsolidierungserfordernis gefordert. Auch wird



die Namensgebung bemängelt. Der Begriff des Effekthändlers stösst im Markt auf wenig Beachtung, schafft vielmehr zusätzlichen Erklärungsbedarf. Weiter werden das Zinsverbot kritisiert und Erleichterungen bei den Risikoverteilungsvorschriften propagiert.

Wo sinnvoll, wird aber auch auf bestehende Lücken verwiesen: wie Ihr Verband zu Recht geltend macht, fehlen beim Effekthändler Liquiditätserfordernisse. Diese Tatsache erstaunt, da gerade die Liquidität für die Bewirtschaftung des Trading Books eines Wertschriftenhauses eine zentrale Rolle spielt, während das für Banken spezifisch passivseitige Schutzbedürfnis beim Effekthändler regelmässig weniger ausgeprägt vorliegt.

Trotz breitem Forderungskatalog hin zu einer massvolleren und differenzierten Ausgestaltung wird der Effekthändlerstatus von Ihrem Verband nicht grundsätzlich in Frage gestellt, im Gegenteil: er soll kontrolliert geöffnet und bedeutenderen Asset Managern zugänglich gemacht werden.

b) (Optik Banken), repräsentiert durch die SBVg

Die Optik der Banken, vertreten durch die SBVg, zielt ganz allgemein in Richtung stärkere Regulierung der Vermögensverwalter. Wie schon damals bei der Entstehung der Börsengesetzgebung, spielen wohl auch heute noch Wettbewerbsüberlegungen eine besondere Rolle. Vermögensverwalter sollen ebenfalls für gleiche Geschäfte gleichen regulatorischen Vorgaben genügen. Mit einer Erweiterung der Unterstellungspflicht auf Vermögensverwalter können auch die Dienstleistungsqualität in der Vermögensverwaltung verbessert und



Reputationsrisiken aus der Zusammenarbeit mit unabhängigen Vermögensverwaltern gesenkt werden.

Im Bereich der institutionellen Vermögensverwaltung ortete die SBVg, unter Verweis auf das EU-Recht, ebenfalls dringenden Handlungsbedarf. Einerseits drohte hier, besonders akut im Bereich der Vermögensverwaltung europakompatibler kollektiver Kapitalanlagen die Abwanderung von lukrativen Geschäftszweigen. Andererseits sind hier auch die Banken selbst über ihre im Vermögensverwaltungsgeschäft tätigen Tochterunternehmen direkt betroffen. Durch Einführung einer sechsten börsenrechtlichen Kategorie des Asset Manager sollte dieses Problem behoben werden. Hier ist die Stossrichtung zwischen Ihrem Verband und der Bankiervereinigung dieselbe. Die gemeinsam mit dem SFA bei Bundesrat Merz im Jahre 2004 eingereichte Initiative zeugt davon.

c) (Optik der unabhängigen Vermögensverwalter)

Die unabhängigen Vermögensverwalter drängen ebenfalls, allerdings von einer anderen Himmelsrichtung herkommend, auf eine verbesserte Regulierung. Sie tasten sich schrittweise an eine prudentielle Regulierung heran. Der VSV als wichtiges, wenn auch nicht einziges Sprachrohr der Branche, strebt eine selbständige und massvolle Regulierung, analog dem Modell „Fürstentum Liechtenstein“ an. Der neu eingeführte Status des Asset Managers kollektiver Kapitalanlagen nach KAG entspricht in weiten Teilen den Vorstellungen des Vermögensverwalterverbandes.



d) (Optik Europa)

Keine eigentliche Anspruchsgruppe, aber doch wichtige Referenz aufgrund des Konvergenzdrucks ist die Rechtslage im umliegenden Europa. Dies bekommt unmittelbar zu spüren, wer seine Finanzdienstleistungen über die Landesgrenzen hinaus anbieten möchte.

Richtschnur hierfür ist die MiFID⁴. Sie regelt einen diskriminierungsfreien Zugang zu den Finanzbinnenmärkten durch Schaffung einer gleichwertigen Ausgangslage für Erbringer von Wertpapierdienstleistungen. Erfasst werden sämtliche Wertpapierfirmen. Auch Vermögensverwalter, Anlageberater und Finanzanalysten gehören dazu. In ihrem Herkunftsland zugelassene Wertpapierfirmen können mit dem EU-Pass ohne weiteres in jedem anderen EU-Mitgliedstaat ihr Geschäft betreiben. Betreffend Kapitalausstattung verweist die MiFID auf die Kapitaladäquanzrichtlinie (93/6/EWG), d.h. ein abgestuftes Anfangskapital von EUR 50'000 (bzw. Berufshaftpflichtversicherung) für Anlageberater und Introducing Broker („weder Händler noch Vermögensverwalter“), EUR 125'000 für Vermögensverwalter und EUR 730'000 für Wertpapierfirmen („Händler auf eigene Rechnung oder mit Übernahmeverpflichtung“). Die Einordnung des Schweizer Effekthändlers wäre nicht völlig klar. Sie liegt irgendwo zwischen der zweiten und dritten Kategorie.

Das Eigenmittelregime für Wertpapierfirmen mit den drei Referenzgrössen Anfangskapital, (risikogewichtete) Capital charge und Base requirement wird auch unter Basel II grundsätzlich beibehalten, angereichert jedoch mit einem differenzierten Kapitalzuschlag für ope-

⁴ Markets in Financial Instruments Directive vom 21. April 2004.



rationelle und Kreditrisiken. Die EU-Mindeststandards räumen den einzelnen Staaten Freiräume bei der Umsetzung ein.

e) Ich komme zur **Optik der EBK und der Finanzmarktpolitik** Die EBK versteht sich als unabhängige Aufsichtsbehörde. Dennoch ist sie in die Finanzmarktstrategie von Bundesrat und Parlament einvernehmlich eingebunden. Es ist deshalb nicht abwegig, EBK und EFD im gleichen Atemzug zu nennen.

Die Diskussionen über die ideale Spannweite des Unterstellungsbereichs halten die Finanzplatzstrategie immer wieder auf Trab. Behörden-, Verbands- und Experteninitiativen zum Unterstellungsbereich folgten sich in regelmässigen Abständen. In chronologischer Reihenfolge seit Ende der 80er-Jahre zu erwähnen sind der Bericht Kaeser über ein Finanzdienstleistungsgesetz, der Bericht Nobel zum Vermögensverwalter, der Bericht der Expertenkommission „Finanzmarktaufsicht“ unter der Leitung von Prof. Zufferey, und schliesslich der Bericht der Expertenkommission Zimmerli, welcher in den Entscheid des Bundesrates vom Oktober 2005 mündet, auf die Einführung einer prudentiellen Aufsicht über die unabhängigen Vermögensverwalter zu verzichten⁵.

Die Expertenkommission Zimmerli hielt die Fragestellung einer Erweiterung der prudentiellen Aufsicht für äusserst komplex und höchst umstritten. Der Bundesrat sollte deshalb zunächst, gestützt auf eine Problemanalyse, einen Grundsatzentscheid über die Wünschbarkeit einer erweiterten Aufsicht fällen, bevor gesetzgeberische Arbeiten an die Hand genommen werden. Der Bundesrat ver-

⁵ Vgl. Pressemitteilung des EFD vom 19. Oktober 2005.



zichtete in der Folge (Oktober 2005) auf die Einführung einer prudentiellen Überwachung für unabhängige Vermögensverwalter, nicht zuletzt unter Berufung auf die freiwillige Unterstellungspraxis der EBK. Diese ist nunmehr im KAG gesetzlich verankert.

Nach Auffassung des Bundesrates rechtfertigt derzeit kein wirtschaftliches Interesse die Anordnung zusätzlicher Massnahmen, was auch der heutigen Politik entspricht, Überregulierung zu vermeiden. Zusätzliche Unterstellungen würden den zu Beaufsichtigenden unverhältnismässig hohe Kosten aufbürden und die Marktstruktur verändern. Ausserdem würde die Anordnung zusätzlicher Massnahmen eine unnötige Gesetzesflut auslösen und die Aufsichtsbehörde vor zusätzliche Verdauungsschwierigkeiten stellen.

Auch die EBK sieht aus denselben Gründen keinen unmittelbaren Handlungsbedarf. Sie hatte schon damals den Verzicht auf eine Erweiterung der prudentiellen Aufsicht unterstützt.

Auch stiessen die parallel unterbreiteten Initiativen der Schweizerischen Bankiervereinigung, der Swiss Funds Association und des Schweizer Verbandes unabhängiger Vermögensverwalter zur Einführung einer weiteren Effekthändlerkategorie für die Vermögensverwaltung von institutionellen Kunden bei Bundesrat und EBK auf Ablehnung. Die Regulierung des institutionellen Asset Managers generell entspricht dem Gesetzeszweck und der Systematik des Börsengesetzes nur wenig. Sie stellen für ihre auserlesene Kundschaft ein weit geringeres Gefährdungspotential dar als für Private tätige unabhängige Vermögensverwalter. Der Börsenverordnungsgeber nimmt Vermögensverwalter, die für institutionelle Kundschaft mit Ef-



fechten handeln, gerade vom Schutzbereich aus (Art. 3 Abs. 6 BEHV). Das (primär wirtschaftspolitisch motivierte) Anliegen der genannten Verbände schiesst somit nicht nur über die Ziele der heutigen Börsengesetzgebung hinaus, sondern schafft auch Widersprüche innerhalb derselben. Auch sind Bundesrat und EBK jeder nicht wahrhaft nötigen Regulierung abhold.

Als Fazit bleibt festzustellen, dass wechselnde Interessenkoalitionen und Anspruchsgruppen bestehen, je nach Gewichtung der Bestimmungsfaktoren der Regulierung (wie Gefahrenabwehr, Reputation, Systemrisiko oder Förderung des Wettbewerbs). Wo liegt in diesem Spannungsfeld noch Handlungsspielraum für die EBK?

4) Möglichkeiten und Grenzen der EBK als rechtsanwendender Behörde

Die EBK ist in erster Linie rechtsanwendende Behörde und als solche an das Gesetz gebunden. Sie schöpft aber den gesetzlichen Spielraum zur Förderung des Finanzplatzes gezielt aus, wo sie über einen solchen verfügt, wie beim Zuschneiden des Bewilligungskleids.

a) Spielraum bei der Konfektion des Bewilligungskleids

Ein Blick auf die bisherige Bewilligungspraxis zeigt, dass die EBK für pragmatische Lösungen im Einzelfall meist offen war. Effekthändler-Tätigkeiten ohne Kundenbezug wurden regelmässig verschiedene Ausnahmen in bezug auf die Funktionentrennung, Gewaltentrennung, konsolidierte Aufsicht, Interne Revision, oder Risikoverteilung



zugestanden. Insgesamt zeugt ein feinmaschiges „**Management by exceptions**“ davon.

Die EBK kann aber keine neuen Bewilligungskleider erfinden. Ein Designer-Anzug, bestehend aus Jackett und Hose, kann sie nicht gegen Bermudas und T-Shirt eintauschen, sie kann aber ein vorgegebenes Kleidungsstück auf die passende Grösse zuschneiden. So ist z.B. denkbar, dass die EBK für einen global tätigen Asset Manager im Ergebnis ein strengeres Bewilligungskorsett verlangt als für eine kleine Regionalbank. Der Verzicht auf ein Einheitstenuer setzt jedoch eine präzise Einzelfallanalyse voraus.

Auch beim Kundenhändler wurden immer wieder gezielt Abstriche vom Normaltenü gemacht, besonders was die angemessene Organisation betrifft. Eine strikte Trennung zwischen Verwaltungsrat und Geschäftsleitung, bei Banken Pflicht, wurde nur bei grossen bankähnlichen Organisationsstrukturen verlangt. Kleineren Effektenhändlern wurden auch Ausnahmen in Bezug auf die Funktionentrennung gewährt, sofern diese durch anderweitige Kontrollmechanismen kompensiert werden konnte.

Recht weit ist auch das Spektrum möglicher Aktivitäten. Es gilt grundsätzlich das Universal(bank)prinzip: was nicht ausdrücklich verboten oder unter Bewilligungsvorbehalt steht, ist erlaubt. Bezugsgrösse bleiben jedoch stets die vorhandenen personellen, organisatorischen und finanziellen Mittel. Selbst finanzfremde Tätigkeiten sind bei Vorliegen einer entsprechenden statutarischen Grundlage erlaubt. Einzig das Bankgeschäft im engeren Sinne, die Verzinsung



von Kundenkonti, ist Effekthändlern nicht gestattet. Abgesehen davon, dass eine solche Lockerung des Verzinsungsverbot nur über eine Revision der Bankenverordnung (Art. 3a Abs. 3 lit. c) zu bewerkstelligen wäre, würden mit diesem Ansinnen die Konturen zwischen Banken und Effekthändlern aufgelöst. Zinsen stellen wirtschaftlich das Entgelt für die freie Verwendung von anvertrauten Geldern dar und sind daher Banken vorzubehalten.

Unantastbar geblieben ist die Mindestkapitalschwelle von 1,5 Mio. Schweizer Franken, sozusagen die Eintrittsbarriere für das Effekthandelsgeschäft. Immerhin kann sich ein bestehendes Unternehmen auch mit einem tieferen Aktienkapital in einen Effekthändler umwandeln, sofern sein geäuftetes Kernkapital, d.h. nebst Grundkapital die offenen Reserven sowie Gewinnvorträge, die 1,5 Mio.-Schwelle erreicht.

Die EBK befürwortet ausserdem die grundsätzliche Anwendbarkeit der bankenrechtlichen Eigenmittelvorschriften bei Effekthändlern.

Die bisherige schweizerische Aufsichtspraxis hat gezeigt, dass dieses Eigenmittelsystem beim bewilligten Kundenhändler kein unüberwindbares Hindernis darstellt und vielfach das Base Requirement die relevante Bezugsgrösse darstellt.

Der revidierte Capital Accord nach Basel II bringt insofern Neuerungen, als nebst neuen und differenzierten Kreditrisikomessmethoden die Unterlegung operationeller Risiken hinzukommt. Nach Auffassung der EBK ist es sachgerecht, im Rahmen der Umsetzung von



Basel II die Eigenmittelanforderung für **operationelle Risiken** auch auf Effekthändler anzuwenden.

Gerade Kundenhändler und Vermögensverwalter sind spezifischen operationellen Risiken ausgesetzt, während Kredit- und Marktrisiken hier regelmässig weniger ins Gewicht fallen. Wie weit die Eigenmittelunterlegung für operationelle Risiken tatsächlich ins Gewicht fällt, wird in der Praxis massgeblich von der jeweiligen Einkommenssituation und Profitabilität des Instituts abhängen. Auch sind die Berechnungsarten für operationelle Risiken sowohl nach dem Basisindikatoransatz (15 % des Bruttoertrages) als auch nach dem Standardansatz (Summe von abgestuften Prozentsätzen der Bruttoerträge in acht Geschäftsfeldern) einfach zu handhaben. Sollte die OpRisk-Charge dennoch nachweislich wettbewerbsverzerrend oder gar prohibitiv wirken, ist die EBK in Einzelfällen nach Art. 29 Abs. 2 lit. a BEHV ermächtigt, Erleichterungen von den Eigenmittelvorschriften zu gewähren.

Im Vergleich zum Bewilligungskleid viel geringer ist der Spielraum für freiwillige Unterstellungsentscheide.

b) Spielraum bei der Unterstellung - Stichwort „freiwillige Unterstellung“

Mit dem neuen KAG⁶ hat erstmals das Prinzip der freiwilligen Unterstellung im Gesetz Einzug gehalten. Gemäss Art. 13 Abs. 4 KAG können Vermögensverwalter ausländischer kollektiver Kapitalanlagen unter gewissen Bedingungen eine Bewilligung beantragen. Das

⁶ Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006.



Prinzip der freiwilligen Unterstellung ist sicher dort sinnvoll, wo kein originärer Schutzbedarf besteht, aber ein Regulierungsgefälle überbrückt werden muss. Ein Rest von Ungewissheit verbleibt jedoch in solchen Fällen freiwilliger Unterstellung in Bezug auf die Anerkennungskraft im Ausland. Hier ist womöglich noch zusätzliche Aufklärungsarbeit zu leisten.

EBK-Praxis Die EBK hat sich im Interesse des Finanzplatzes der Idee freiwilliger Unterstellungen nie völlig verschlossen. Prominentester Fall ist die SIS-Gruppe, welche als Gemeinschaftswerk der Banken zentrale Clearing-, Settlement- und Verwahrfunktionen des Finanzplatzes Schweiz wahrnimmt.

Im Anwendungsbereich des Börsengesetzes wurde der Numerus clausus der unterstellungspflichtigen Effekthändlerkategorien stets hochgehalten. Obschon der Wortlaut des Börsengesetzes („...gewerbsmässig für Rechnung Dritter auf dem Sekundärmarkt kaufen und verkaufen...“, Art. 2 Bst. d BEHG) eine Unterstellung sämtlicher Vermögensverwalter mit Handlungsvollmacht zuliesse, hat die Aufsichtspraxis getreu der Kundenhändler-Definition der Börsenverordnung (vgl. Art. 3 Abs. 5 BEHV) Vermögensverwalter, die im Rahmen einer Vermögensverwaltungsvollmacht lediglich im Namen Dritter auftreten, konsequent ausgeblendet.

Deren Zahl hat in den vergangenen Jahren stetig zugenommen. Schätzungen laut Bericht der Expertenkommission Zimmerli (2005) und des Verbandes Schweizerischer Vermögensverwalter gehen von 2'000-2'500 unternehmerischen Einheiten aus.



Einen Schritt weiter ging die EBK unlängst mit ihrer freiwilligen Unterstellungspraxis für Vermögensverwalter von ausländischen kollektiven Kapitalanlagen. Anlass dazu gab eine verschärfte Regulierung im Ausland. Nach europäischer Fondsdienstleistungsrichtlinie⁷ durfte bekanntlich per Februar 2007 das Verwalten des Vermögens von ausländischen Anlagefonds nur noch Unternehmen übertragen werden, die für die Zwecke der Vermögensverwaltung zugelassen oder eingetragen sind und in ihrem Herkunftsland einer angemessenen Aufsicht unterliegen. Um die Schweizer Vermögensverwalter vor Wettbewerbsnachteilen zu schützen, bot die EBK zu einer pragmatischen Lösung Hand. Die betroffenen Vermögensverwalter konnten auf Gesuch hin eine Bewilligung als Effekthändler erlangen. Damit war eine Übergangslösung geschaffen worden, welche in die gleiche Richtung zielt wie das KAG und von diesem abgelöst werden sollte. Sechs Gesellschaften machten von dieser Möglichkeit Gebrauch, eine davon hat sich inzwischen bereits zum Asset Manager nach KAG umgewandelt.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die EBK bislang zurückhaltend und mit Augenmass von der Möglichkeit einer freiwilligen Unterstellung Gebrauch gemacht hat. Nur wo das nationale (Börsenmitgliedschaft) oder internationale (Asset Manager kollektiver Kapitalanlagen) Regelwerk eine prudentielle Aufsicht verlangte oder sonstige überwiegende Interessen des Finanzplatzes (z.B. SIS-Group) vorlagen, wurden auch Institute ausserhalb des Unterstellungsrahmens bewilligt. Bloss Kundenbedürfnisse oder Marketing-

⁷ EU-Dienstleistungsrichtlinie 2001/107/EG vom 21. Januar 2002.



überlegungen hingegen reichten für eine freiwillige Unterstellung nicht aus.

Zurückhaltung ist geboten, denn grundsätzlich unterliegt jede Tätigkeit von Verwaltungsbehörden dem **Gesetzmassigkeitsprinzip**. Staatliches Handeln soll vorhersehbar und planbar sein. Auch freiwillige Unterstellungen haben sich, wollen sie nicht einen opportunistischen Anschein erwecken, am gesetzlichen Auftrag zu orientieren. Schliesslich wecken freiwillige Unterstellungen neue Bedürfnisse. Je tiefer die Regulierungslatte, desto grösser wird der Appetit potentieller Anwarter, in den unterstellungspflichtigen Bereich vorzudringen. Mit dem KAG-Vermögensverwalter steht erstmals ein Bewilligungsstatus nach europäischem Muster zur Verfügung, der für manchen Vermögensverwalter attraktiv erscheinen mag.

Auch die Sonderregelung von Art. 13 Abs. 4 KAG stellt der EBK keinen Freipass für freiwillige Unterstellungen aus. Die Unterstellungsmöglichkeit für Vermögensverwalter ausländischer kollektiver Kapitalanlagen mit Sitz in der Schweiz soll gemäss Botschaft zum KAG⁸ der Wiederherstellung der Konkurrenzfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz dienen und die Abwanderung lukrativer Geschäftszweige ins Ausland verhindern helfen. Die Bewilligungsfähigkeit ist eng begrenzt. Sie setzt voraus, dass die ausländische Gesetzgebung eine Aufsicht verlangt und die ausländische kollektive Kapitalanlage einer der schweizerischen gleichwertigen Aufsicht unterliegt. Auf derselben Linie lag bereits die freiwillige Unterstellungspraxis der EBK.

⁸ BBl. 6427 f.



(Residualgefäss Effekthändler) Der KAG-Status ist auf die kollektive Kapitalanlage beschränkt. Tatsächlich ist absehbar, dass ausländische Gesetze auch für weitere Formen der institutionellen Vermögensverwaltung, wie z.B. Pensionskassen, einen anerkannten Aufsichtsstatus verlangen. In diesem Rahmen wird wohl der Effekthändlerstatus weiterhin als Residualgefäss für freiwillige Unterstellungen zur Verfügung stehen müssen. Die EBK hat sich bereits ansatzweise zu einer solchen schrittweisen Öffnung ihrer Unterstellungspraxis bekannt.

Die skizzierten Lösungsmöglichkeiten erlauben dem internationalen Regulierungsdruck einstweilen zu begegnen. Die Möglichkeiten der EBK als rechtsanwendender Behörde bleiben jedoch beschränkt. Sollte der internationale Regulierungsdruck auf Vermögensverwalter spürbar zunehmen, wäre die Finanzplatzstrategie erneut gefordert. Dabei könnte die Frage einer massvollen Erweiterung der prudentiellen Aufsicht wieder aufs Tapet kommen. Bei solcher Gelegenheit wäre auch über eine Neupositionierung des Effekthändlers innerhalb der Regulierungspyramide laut nachzudenken.

Ich komme zu meinen persönlichen Schlussfolgerungen:

5) Schlussfolgerungen / Perspektiven

1. Der Effekthändlerstatus ist ein gutes Gefäss, das sich aus Sicht der Aufsichtsbehörde mehrheitlich bewährt hat; auf der Regulierungslandkarte zwar noch nicht endgültig positioniert, aber keines-



wegs ein hässliches Entlein oder ein lebloses Wesen. Auch im Geschäftsjahr 2006 ist die durchschnittliche Ertragskraft der Nichtbanken-Effekthändler gestiegen und wurden rund 500 neue Stellen geschaffen. Auch die Hauptexponenten Ihres Verbandes sind vom Effekthändlerstatus überzeugt. Nur sollte er Ihrer Meinung nach für weitere Formen der Vermögensverwaltung geöffnet werden, um den Mittelstand in der Finanzdienstleistungsbranche zu erhalten.

2. Mit dem Vermögensverwalter nach KAG wurde ein neuer Aufsichtsstatus zu erschwinglichen Bedingungen geschaffen. Der neue Status wird „benachbarte“ Regulierungen beeinflussen und Verlagerungen innerhalb der Regulierungslandschaft auslösen.

3. Die Attraktivität eines Bewilligungsstatus hängt zweifellos von der Regulierung ab. Vielmehr noch beeinflussen die Marktteilnehmer die Regulierung. Dass der Effekthändler weiter mit Leben gefüllt wird, dafür hat primär der Markt zu sorgen.

4. Die Regulierungshürde ist nicht unüberwindbar, auch nicht im Vergleich mit Europa, wo die Abgrenzungen zum Teil etwas anders verlaufen. In „Härtefällen“ kann die EBK Erleichterungen und Ausnahmen gewähren.

5. „Nomen (non) est omen“. Der Name „Effekthändler“ ist nicht gerade identitätsstiftend. Die unpopuläre Begriffswahl wird als Handicap im Markt empfunden. Die EBK würde eine entsprechende Korrektur der Börsengesetzgebung auf mehrheitsfähigen Antrag des Verbandes unterstützen.



6. In absehbarer Zukunft ist nicht mit einer grundlegenden Neuordnung des Unterstellungsbereichs zu rechnen. Auch soll das FINMAG erklärtermassen nicht als Plattform für wesentliche Neuerungen der Aufsichtsgesetze gebraucht werden.
7. Wo sich der Druck aus dem grenzüberschreitenden Regulierungsgefälle weiter verstärkt, soll der Effekthändlerstatus als „Residualgefäss“ fallweise für das institutionelle Asset Management (Bsp. Pensionskassenmanager) geöffnet werden.
8. Je mehr sich Funktionen und Institute eines Regulierungstyps auseinanderleben, desto grösser wird der Korrekturbedarf in der Aufsichtspraxis. Früher oder später ist zu fragen, ob der Institutstyp funktional zu erweitern oder neue Bewilligungsträger zu schaffen sind.
9. Gute Regulierung darf nicht Selbstzweck sein. Sie muss, will sie glaubwürdig sein, von der Überzeugung der mehrheitlich Betroffenen getragen werden. Der Nutzen, den das Gütesiegel Aufsicht vermittelt, muss die damit verbundenen Kosten aufwiegen.
10. Fragen der Finanzplatzarchitektur sind komplex. Verschiedenste Anspruchsgruppen sind betroffen. Neuordnungen in der Regulierungslandschaft setzen eine gesamtheitliche Betrachtung und einen breit abgestützten Konsens voraus.



11. Die EBK verfolgt die Auswirkungen ihrer täglichen Praxis mit wachem Auge und versucht Fehlentwicklungen rechtzeitig zu begegnen. Sie ist am Markt präsent und bringt ihre eigene Optik in die Finanzmarktpolitik ein. Die Federführung in der Finanzmarktstrategie beansprucht sie jedoch nicht. Hier ist ebenso erforderlich, dass die betroffenen Branchen ihre Interessen deutlich artikulieren, vor allem dort, wo nicht der Schutzbereich im engeren Sinne, sondern wo Marktstruktur und Wettbewerb betroffen sind.

Abschliessend kann ich Ihren Verband deshalb nur dazu ermuntern, die Diskussionen im Rahmen der Finanzplatzstrategie weiterzuführen und sich am politischen Prozess aktiv zu beteiligen. Dabei sollen auch bestehende Interessenverbindungen mit andern Verbänden wie der SBVg, dem SFA oder dem VSV sinnvoll genutzt werden. Wir alle, inkl. Ihr Verband und die EBK, sind hoffentlich noch lange nicht am Ende eines anspruchsvollen, aber fairen und offenen Dialogs angelangt.

Ich bedanke mich für Ihre Aufmerksamkeit!