



Swiss Funds Association SFA

3. Mitgliedertagung

Bern, 15. März 2005

Dr. iur. Kurt Hauri
Präsident der Eidg. Bankenkommission

Zukünftige Regulierungs- und Aufsichtsarchitektur für den schweizerischen Finanzmarkt

Sie haben sich für Ihre 3. Mitgliedertagung ein wahrlich umfassendes Leitthema gegeben: „Der Weg zu einem einheitlichen europäischen Finanzmarkt“. Damit haben Sie nachgerade zu den Sternen gegriffen.

Sie sind aber in einer breiteren Fassung – auch zu meiner Genugtuung – gleichzeitig auf dem Boden geblieben. Sie sprechen einerseits mit den „Konsequenzen für das Fondsgeschäft“ zu Recht Ihre ureigenen Interessen an. Und andererseits stellen Sie mit der Wendung „für die Schweiz im Speziellen“ unsere heimatlichen Gefühle zufrieden.

Eine weitere Vorbemerkung: die Frage drängt sich auf, was mit dem „einheitlichen“ europäischen Finanzmarkt angesprochen wird. Jener der Europäischen Union allein, jener von Europa als Kontinent, im geographischen Sinn, oder beide vereint, mit all ihren gegenseitigen Überlappungen und Spannungen? Ich lasse die Frage offen, um nicht ohne Not staatspolitische Empfindsamkeiten zu wecken.

Dankbar bin ich für das fünfgliedrige Konzept, das mir die SFA für mein Referat vorgegeben hat. Dies erleichtert mir, am ehesten Ihren Wünschen und Erwartungen zu entsprechen. Ich scheue mich davor, in den Wolken verloren zu gehen oder auch nur in ihnen umher zu irren. Deshalb richte ich mich bewusst auch an die Fondsbranche, und deshalb äussere ich mich betont auch aus der Sicht des für die schweizerische Finanzmarktaufsicht Mitverantwortlichen.

Sie stellen **zum ersten** die Frage, ob die Regulierung und Aufsicht des schweizerischen Finanzmarktes einen eigenen Weg beschreiten oder ob sie sich an die Europäische Union angleichen sollen.

Die Antwort ist denkbar einfach und keiner Diskussion, bloss einer Begründung zugänglich. Ein „entweder / oder“ ist für einen erfolgreichen schweizerischen Finanzmarkt ausgeschlossen. Er bedarf vielmehr einem „sowohl als auch“.

Die Märkte kennen erfreulicherweise längst keine Landesgrenzen mehr. Die EU hat einheitlich reguliert. Die Aufsicht ist nach wie vor in der Zuständigkeit der Einzelstaaten. Da ist es für unser Land nicht bloss ein Gebot, sondern ein Zwang, sich anzugleichen. Vor Jahrzehnten gab ich in meiner Dissertation einem Kapitel die Überschrift „Rechtliche Handlungsfreiheit und ausserrechtliche Handlungsfreiheit“.



Und im ersten Satz war festzustellen: „Der Staat [die Schweiz] hat ein Eigendasein und ist doch unverkennbar blosses Glied im grossen Gefüge des Miteinanderseins.“

In den bedeutenden internationalen Organisationen, so namentlich in der IOSCO, werden Standards gesetzt. Dazu gesellt sich das umfassende Regulierungsprogramm der EU im Rahmen des „Financial Services Action Plan“. Die USA und die EU führen dieses Standard-Setting an. Die Schweiz kann dabei nur sehr beschränkt ihren Anliegen zum Durchbruch verhelfen. Sie muss zwar diese Standards durchaus nicht unbesehen übernehmen, muss sich aber zwingend an ihnen orientieren. Die EBK beachtet in allen ihren Aktivitäten die internationalen Entwicklungen. Damit fördert sie die Attraktivität des Schweizer Finanzplatzes. Lebt sie diesen Standards nicht nach, so läuft sie Gefahr, international gebrandmarkt zu werden. So schmerzt es, wie es mir im Rahmen der IOSCO ergangen ist, unser Land im gleichen Topf wie Andorra, die British Virgin Islands und Dominica zu sehen.

Für die Schweiz als nicht EU-Mitglied stand bisher nur der bilaterale Weg mit der Gemeinschaft offen. Ob er es auch für die Zukunft bleibt? Der Fondsbereich ist, entgegen dem Wunsch der EBK (und auch der SFA), nicht Teil der bilateralen Verträge II geworden.

Bilaterale Verträge im Fondsbereich mit Einzelstaaten wurden von der EBK immer wieder angestrebt. Die Versuche sind bisher gescheitert. Der Vertrag mit der französischen Aufsichtsbehörde bleibt die einzige erfreuliche Ausnahme.

Ein Satz als politisch gewogene Nebenbemerkung: im Vergleich zur verwirklichten Personenfreizügigkeit ist es erstaunlich, dass einfache schweizerische Anlagefonds nicht vereinfacht in der EU sollen zugelassen werden können.

So bleibt nur ein Weg gangbar: der autonome, aber wohlabgewogene, nicht unbesehene Nachvollzug der EU-Regelungen durch die Schweiz. Dies erleichtert bilaterale Verhandlungen mit einzelnen Staaten. Dies erleichtert auch den Zutritt einzelner schweizerischer Fonds im Ausland. Überdies werden dadurch europäische Promotoren für die Schaffung von Fonds in der Schweiz und ausländische Investoren für die Anlage in schweizerischen Fonds mit unserem inländischen Fondsmarkt leichter vertraut.

Mit allem Grund verlangt schon das geltende Gesetz bei den Anlagevorschriften für Effektenfonds, dass das Recht der Europäischen Gemeinschaft beachtet wird. Durchaus gesetzestreu sind die Anlagefondsverordnungen des Bundesrates und der EBK im letzten Jahr dem neuen Recht der EU angepasst worden.

Die „sowohl als auch“-Situation – Angleichung an das EU-Recht und eigener schweizerischer Weg – gibt uns die Möglichkeit, bestimmte Nischen bewusst zu nutzen und zu pflegen: Hedge Funds, Fonds für institutionelle Anleger, künftig die „Limited Partnership“ in Form der Kommanditgesellschaft für kollektive Kapitalanlagen.

Nur auf diese Weise können wir

- den Markt und den Wettbewerb behindernde Regulierungsunterschiede vermeiden



- die schweizerischen Bedürfnisse befriedigen – was unser Recht und unsere Pflicht ist – und
- die eigenen Regulierungsgrundsätze befolgen.

Sie rufen **zum zweiten** zu einer Diskussion auf über die Konzeption der zukünftigen Regulierungsarchitektur. Dabei stellen Sie die Rahmenregulierung (principle based) der Detailregulierung (rule based) gegenüber.

Diesem Gegenüberstellen bin ich wenig geneigt. Ich übernehme ihr Stichwort „Architektur“. Es kann kaum das Ziel sein, ein Haus allein mit Fundament, Fassaden und Dach zu errichten, das Innere dagegen leer zu lassen. Diese Leere liesse allzu viel offen. Die Marktteilnehmer – hier die Anleger ganz besonders, aber auch die Fondslösungen, die Depotbanken und ihre Beauftragten, ebenso sehr die Revisionsstellen – suchen mit allem Grund rechtliche Klarheit. Rahmenregeln allein wären die Basis für geschäftliche Arbitrage, weitergehend gar für Missstände. Die Gleichbehandlung der Anleger wäre nicht gewährleistet. Ich erinnere an die laufenden Gespräche der EBK mit Ihrem Vorstand über die gebotene Transparenz.

Die Schweiz hat im Finanzbereich eine lange und vor allem bewährte Erfahrung mit Rahmengesetzen. Das über 70-jährige Bankengesetz ist, sei es gewollt, sei es unbewusst, letztlich mit seinen offenen Formulierungen ein Rahmengesetz. Das noch geltende Anlagefonds- und das Börsengesetz sind ebenso als Rahmengesetze konzipiert, im noch stärkeren Ausmass – trotz seinen 124 Artikeln – der Vorentwurf für das Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen.

Rahmengesetze sind im Finanzbereich eine Notwendigkeit, aber allein längst nicht ausreichend. Viele Bestimmungen müssen rasch an das Umfeld angepasst werden können. Dieses ändert sich, wie zur Genüge bekannt, laufend. Die Regulierten selber, die Wettbewerbsfähigkeit und auch die Bedürfnisse der Regulierung begehren eine hohe Flexibilität. Der langwierige und mühselige schweizerische Gesetzgebungsprozess entspricht diesen Bedürfnissen nicht.

Unterhalb der Gesetzesebene ist deshalb das Rahmengebäude auszubauen, bis hin zur Innenarchitektur. Mittel dazu sind Verordnungen des Bundesrates und der EBK, Rundschreiben und, von der Aufsichtsbehörde durchaus erwünscht, die von ihr begleitete Selbstregulierung.

Die Beaufsichtigten sind in der Sache selbst, finanziell und politisch stark. Sie werden auf allen Stufen der Regulierung mit Respekt angehört, können sich einbringen und aktiv mitwirken.

Ein Satz sei mir in diesem Zusammenhang erlaubt. Es überraschte, dass der liberale und offene Entwurf zum Kapitalanlagegesetz, auch von den Vertretern der Fondswirtschaft in der Expertenkommission als Rahmengesetz stark mitgeprägt, von Ihrem Verband in der Vernehmlassung gerade auch in dieser Beziehung sehr kritisiert wurde.

Zum dritten zeigen Sie ein drittes Spannungsverhältnis auf – wir sind offensichtlich in ein engmaschiges Netz voller Spannungen eingebettet –, jenes zwischen den Herstellern von Finanzprodukten und deren Vertreibern.



Die Europäische Union regelt in ihrer Wertpapierdienstleistungsrichtlinie und nunmehr in ihrer „Markets in Financial Instruments Directive“ umfassend die Finanzdienstleistungen, und zwar von ihrer Produktion bis hin zu ihrem Vertrieb.

Die Schweiz kennt keine entsprechende Regelung. Die EBK hat nicht die Aufgabe, den Finanzplatz und die Finanzmärkte integral zu regulieren und zu überwachen.

Auch das in Aussicht genommene Finanzmarktaufsichtsgesetz wird keine einheitlichen Regelungen für alle Marktanbieter bringen. Auch künftig werden die einzelnen Spezialgesetzgebungen mit ihren unterschiedlichen Hauptzielen weiter gelten: das Bankengesetz für den Gläubigerschutz, das Börsen- sowie das Anlagefondsgesetz für den Schutz der Anleger und für die Sicherstellung der Markttransparenz.

Ich gehe deshalb bei meinen gleich folgenden „regulatorischen Überlegungen“ davon aus, dass

- sich das von Ihnen gesetzte Thema auf den Anlagefondsbereich beschränkt, da nur in diesem die einzelnen Finanzprodukte bewilligungspflichtig sind und
- unter den Vertriebsträgern nur jene gemeint sind, die nicht als Fondsleitungen die von ihnen selbst ausgegeben Anteile vertreiben.

Das von Ihnen angesprochene Spannungsverhältnis zwischen Produktion und Vertrieb besteht in der Tat. Die Produzenten vertreiben auch, während die Vertrieber ihrerseits nicht produzieren.

Bei der gegebenen und eben dargestellten Rechtslage muss die Regulierung in der Schweiz vor allem bei den Fondsleitungen als Produzenten anknüpfen. Die Vertriebs-träger und die Vertreter von ausländischen Anlagefonds werden nicht dauernd beaufsichtigt. Sie können deshalb bei der direkten Regulierung nicht im Vordergrund stehen.

Ziel muss es sein, namentlich durch die Selbstregulierung der SFA die einzelnen Glieder der Wertschöpfungskette miteinander zu verbinden. Durch dieses Angleichen der Regeln von der Produktion bis zum Vertrieb lassen sich die Anleger gleich behandeln. Gleichzeitig lassen sich aber auch für die Produzenten und die Vertriebsträger falsche Anreize, die den Markt verzerren, vermeiden.

Dieses Vorgehen, die Selbstregulierung durch Ihren Verband im Einvernehmen mit der Aufsichtsbehörde, hat sich bisher bewährt. So konnte die EBK Ihre Verhaltensregeln sowie Ihre Richtlinien für den Fondsvertrieb, für die Berechnung der Inventarwerte, über die „Total Expense Ratio“ und zur Fundperformance als Mindeststandard anerkennen.

Dieser gerade Weg soll, so hoffe ich, auch weiterhin beschritten werden. Als nächstes steht die Transparenz für die Vergütungen an. Sie wird bekanntlich vom Gesetz und der Verordnung gefordert und ist in der Tat von erheblicher Bedeutung.



Der Vertrieb, der seit dem Bruch der Wertschöpfungskette gesondert bezahlt wird, hat eine wesentliche Marktmacht erlangt. In den letzten paar Wochen ist eine neue Zuversicht für eine einvernehmliche Lösung erwachsen.

Mit allem Grund wünschen Sie **zum vierten** eine Stellungnahme zur Beaufsichtigung der institutionellen Asset-Manager.

Die Ausgangslage ist bekannt. Nach dem revidierten Anlagefondsrecht der EU (UCITS III) ist die Delegation des Portfolio Management von EU-kompatiblen Anlagefonds nur an Unternehmen zulässig, die zur Vermögensverwaltung zugelassen sind und einer Aufsicht unterstehen. Unbeaufsichtigten Finanzintermediären in der Schweiz wird es deshalb spätestens ab 2007 verwehrt sein, Kollektivanlagevermögen aus dem EU-Raum zu verwalten, wenn sie nicht über das Gütesiegel einer wirkungsvollen Aufsicht verfügen. Dabei geht es nicht um die wohl über 2'000 vorwiegend kleineren Vermögensverwalter mit Privatkunden. Vielmehr sind einzig die paar Dutzend grösseren Häuser in der Schweiz betroffen, die das Asset Management für eine vorwiegend institutionelle Kundschaft aus dem In- und Ausland pflegen. Für sie, und nur für sie, besteht ein akutes regulatorisches Problem. Massgebend sind weniger anlage-spezifische Bedürfnisse, sondern Gefahren der Behinderung im Wettbewerb.

Die EBK ist sich dieser Gefahr bewusst. Sie trägt immer wieder im Rahmen des ihr Möglichen dazu bei, den Finanzplatz Schweiz zu unterstützen. So hat sie sich entschlossen, Asset Manager von institutionellen Kunden im Rahmen des geltenden Rechtes (der Börsenverordnung) Bewilligungen als Effektenhändler zu erteilen. Eine erste entsprechende Verfügung hat sie am 23. Februar 2005 getroffen. Damit ist der Weg aufgezeigt, um der drohenden Benachteiligung im Wettbewerb zu entgehen.

Inzwischen hat sich die Schweizerische Bankiervereinigung, von Ihrem Verband und dem Schweizer Verband unabhängiger Effektenhändler begleitet, an das Eidg. Finanzdepartement gerichtet. Sie wünscht, in der Börsenverordnung eine weitere, sechste Effektenhändlerkategorie einzuführen, die Asset Manager für institutionelle Kunden, verbunden, nicht überraschend, mit erleichterten Eigenmittelanforderungen.

Dieser Wunsch veranlasst mich im heutigen Zeitpunkt zu drei grundsätzlichen Überlegungen.

Zum einen bezweckt das Börsengesetz, beim gewerbsmässigen Effektenhandel für die Anleger Transparenz und Gleichbehandlung sicherzustellen. Die Regulierung der institutionellen Asset Manager entspricht diesem Gesetzeszweck nur wenig. Sie stellen für ihre auserlesene Kundschaft ein weit geringeres Gefährdungspotential dar als für Private tätige unabhängige Vermögensverwalter.

Weiter bin ich jeder nicht wahrhaft nötigen Regulierung abhold. Die Aufsichtsbehörde hat eine taugliche und angemessene Lösung gefunden. Mindestens kurz- und mittelfristig ist die vom EU-Recht her drohende Gefahr durch die pragmatische und liberale Anwendung des geltenden Rechts gebannt.

Und schliesslich ist an den eben veröffentlichten Teilbericht III der Expertenkommission Zimmerli zu erinnern. Dem Bundesrat wird das Ganze Für und Wider einer prudentiellen Überwachung der Vermögensverwalter in aller Breite und Tiefe zum Vorentscheid vorgelegt.



Ist es in der heutigen Zeit der dauernden Kritik gegenüber der Regulierung umsichtig, einen Einzelaspekt ohne echte Dringlichkeit herauszugreifen und nicht im Gesamtzusammenhang vorweg rechtsetzend zu erfassen?

Schliesslich möchten Sie von mir **zum fünften** alternative regulatorische Ansätze beurteilt wissen. Dabei denken Sie gewiss nicht daran, Produkte-, funktionale und institutionelle Regulierung allesamt gegeneinander auszuspielen.

Es ist erstaunlich und verständlich zugleich, dass diese Frage nach alternativen regulatorischen Ansätzen kaum je eine vertiefte Diskussion gefunden hat. Dies ist einerseits historisch bedingt. Die ersten Anlagefonds-ähnlichen Gebilde wurden vor bald 150 Jahren in Schottland geschaffen. Nach dem Ersten Weltkrieg fanden die britischen Investment Trust Companies in den Vereinigten Staaten bis zum Börsenkrach vom 1929 eine blühende Nachahmung. Sobald sich der Staat ihrer annahm entschloss er sich zur Doppelaufsicht über die Institutionen (in der Schweiz heute die Fondsleitung und Depotbank) und über die Produkte (Reglemente und Prospekte).

Diese historische und weltweite Praxis ist längst fester internationaler Standard. Für unser Land gibt es kein Entrinnen. Zwar haben die SFA und die EBK vor einiger Zeit zaghaft beraten, ob die Aufsicht über die Produkte fallen gelassen werden könnte, wenn sie mit einer verschärften Aufsicht über die Institutionen ausgeglichen würde. Die Idee musste verworfen werden. Zum gleichen Schluss gelangte die Expertenkommission für das neue Kapitalanlagegesetz. Die internationalen Vorgaben, namentlich der EU und der IOSCO, sind allzu stark. Sie lassen unter dem Blickwinkel der Wettbewerbsfähigkeit einen helvetischen Einzelgang nicht zu.

Die funktionale Regulierung hat zwar durchaus ihre Berechtigung, allerdings nur begleitend und ergänzend. Im Bereiche der Finanzmarktaufsicht lassen sich geschäftliche Prozesse mit den Mitteln der Rechtsetzung allein nicht hinreichend und eindeutig überwachen. Funktionale Überlegungen finden indessen schon seit langem Eingang in die Regulierung der Produkte und der Institutionen, so namentlich auch beim Miterfassen des Vertriebs.