

Wertpapierfirmen und Wertpapierdienstleistungen im Entwurf zum Börsengesetz und im EG-Recht – eine Übersicht



RA Rolf Watter, Dr. iur., LL.M.,
Privatdozent an der Universität
Zürich

294

Inhaltsübersicht

1. Einleitung
2. Ziele der ISD und der CAD
3. Die Rechtslage in der Schweiz
4. Vorschriften für Broker in der EG und im künftigen Schweizer Recht
 - a. Anwendungsbereich
 - b. Die Bewilligung zur Aufnahme des Geschäftsbetriebes
 - c. Verhaltensregeln
 - d. Eigenmittelvorschriften
 - e. Überwachung, Entzug der Zulassung und andere Sanktionen
 - f. Beziehung zu Drittländern
 - g. Wertpapierfirmen und Börsen
 - h. Berufsgeheimnis
5. Zusammenfassung

1. Einleitung

Stichworte wie *Liberalisierung* und *Globalisierung* der Finanzmärkte, *Securitization*¹, stetige Innovationen auf dem Sektor *derivativer Finanzprodukte*, *Anlagenotstand institutioneller Investoren*, schliesslich *Privatisierungen* bisher staatlich gehaltener Betriebe belegen, dass der Markt für Finanzdienstleistungen auch in Zukunft ein Wachstumsmarkt sein wird, wobei die bisherigen Zuwachsraten in Zukunft wohl noch übertroffen werden dürften.²

Ein parallel zu beobachtender *Wettstreit zwischen den Finanzplätzen* – zu denken ist etwa an die Abwanderung von Schweizer Anlagefonds nach Luxemburg³ oder eines Teils des Handels in Schweizer Aktien nach London⁴ – fordert dabei auch die Behörden immer stärker heraus, *adäquate Regulierungen* für ihre Finanzmärkte zu finden, die einerseits Anleger schützen und das stetige Funktionieren der Märkte garantieren, andererseits aber den Marktteilnehmern nicht zu viele gesetzgeberisch verursachte Kosten auferlegen.

Die folgenden Ausführungen sollen einen wichtigen Teilaspekt dieses zwischenstaatlichen Wettbewerbes beleuchten, nämlich die Vorschriften, denen Broker in der EG und in der Schweiz unterstehen, bzw. in Bälde unterstehen sollen.

2. Ziele der ISD und der CAD

Die *Richtlinie über Wertpapierdienstleistungen*⁵ – in Anlehnung an den englischen Titel oft (und auch nachfolgend) als ISD (Investment Service Directive) bezeichnet⁶ – soll zusammen mit der *Richtlinie über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten*⁷, der CAD – Capital Adequacy Directive – den EG-Binnenmarkt für Wertpapierfirmen verwirklichen, wobei drei Ziele verfolgt worden sind:

Das primäre *Ziel des freien Marktzuganges* – und das spiegelbildliche Recht des Anlegers, die Dienste jedes EG-Wertpapierhauses zu nutzen – soll durch die Verankerung des bereits aus dem Bankenrecht bekannten *Prinzips der Herkunftsstaatskontrolle* erreicht werden,⁸ wo-

- 1 Vgl. als neueste Publikationen auf diesem Gebiet OERTLE, *Asset Securitization in der Schweiz*, SZW 1993, 153 ff.; BAUMS, *Asset-backed Finanzierungen im deutschen Wirtschaftsrecht*, WM 1993, 1 ff.
- 2 Ähnlich im Ergebnis der Bericht der Studiengruppe über das Börsenwesen, Bern 1989 (nachfolgend "Bericht"), 10 f.
- 3 Vgl. die Nachweise in der Botschaft zum neuen AFG, BBl. 1993 I 217; ausschlaggebend waren zwar ursprünglich vor allem steuerliche Gründe, in neuerer Zeit aber immer mehr auch das allzu enge Kleid des AFG.
- 4 Vgl. hierzu Bericht (FN 2), 10.
- 5 Richtlinie 93/22/EWG vom 10. Mai 1993, vgl. ABl. L 141 vom 11. Juni 1993, 27 ff. Die Mitgliedstaaten haben die innerstaatlichen Rechtsvorschriften zur Umsetzung dieser Richtlinie bis zum 1. Juli 1995 zu erlassen und diese Vorschriften spätestens auf den 31. Dezember 1995 in Kraft zu setzen, vgl. Art. 31 ISD. Vgl. generell auch GROTTKE, *Die EG-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie*, EuZW 1993, 440.
- 6 Vgl. etwa RUFFNER/STUPP, *EG-Binnenmarkt für Wertpapierdienstleistungen: Die Schlüsselartikel der ISD/CAD und eine rechtsökonomische Analyse der Regulierungsprinzipien des Wertpapierdienstleistungsrechts*, FS KLEINER, Zürich 1993, 395 ff.
- 7 Richtlinie 93/6/EWG vom 15. März 1993, ABl. L 141 vom 11. Juni 1993, 1 ff.
- 8 Vgl. zum Bankenrecht die Zweite Richtlinie zur Koordinierung der Rechts- und Verwaltungsvorschriften über die Aufnahme und Ausübung der Tätigkeit der Kreditinstitute und zur Änderung der Richtlinie 77/780/EWG vom 15. Dezember 1989 (89/646/EWG), ABl. L 386 vom 30. Dezember 1989, 1 ff.

nach eine einmal erteilte Zulassung in einem EG-Land eine EG-weite Tätigkeit (durch Zweigniederlassungen⁹ oder durch direkte Tätigkeit¹⁰) erlaubt.¹¹ Anders gesagt ist es dem Aufnahmeland verwehrt, zusätzliche (nationale) Bewilligungskriterien für einen zugelassenen EG-Broker aufzustellen.¹² Ermöglicht wird die Statuierung dieses Prinzipes durch die Festlegung von *Minimalstandards* für die Zulassungskriterien und für die Ausübung der Tätigkeit von Brokern.

Neben der Gewährung der Dienstleistungs- und Niederlassungsfreiheit auf dem Gebiet des Wertpapierhandels will die EG auch den *Anlegerschutz* verbessern und das *Funktionieren der Finanzmärkte* sicherstellen.¹³

Schliesslich ging es darum, ein *fairer Wettbewerbsverhältnis* zwischen Banken und Brokern zu schaffen:¹⁴ Broker sollten eine ähnliche europaweite Tätigkeit ausüben können, wie dies Banken schon erlaubt war;¹⁵ andererseits galt es aber auch, Banken nicht zu benachteiligen, konnten doch Broker (zumindest theoretisch) von der geringeren Regulierungsdichte auf ihrem Geschäftsgebiet profitieren.¹⁶ Aus diesen letzten Zielsetzungen folgt auch, dass die Verabschiedung der Richtlinien stark vom Gegensatz zwischen dem kontinentaleuropäischen Universalbankensystem und dem englischen (faktischen) Trennbankensystem geprägt war.

3. Die Rechtslage in der Schweiz

Effektenhändler sind in der Schweiz bis anhin nur auf kantonaler Ebene reguliert, wobei vor allem das *Zürcherische Wertpapiergesetz* vom 22. Dezember 1912, letztmals revidiert am 27. September 1992 (nachfolgend "ZHWPG") von Interesse ist. Dieses Gesetz unterscheidet zwischen den sogenannten A- und B-Lizenzträgern, bzw. Brokern mit und ohne Sitz an der Börse.¹⁷ Verlangt wird von allen Effektenhändlern, dass sie über einen guten Leumund verfügen und die notwendigen Fachkenntnisse besitzen. Nötig ist ferner eine Organisation nach realen kaufmännischen Grundsätzen. Sodann finden sich in den §§ 13 ff. ZHWPG Anforderungen an das konkrete Geschäftsgebaren der Effektenhändler.¹⁸

Das ZHWPG wird nun vom *Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel* (Börsengesetz, nachfolgend E-BEHG) abgelöst werden,¹⁹ das in den Art. 10 ff. E-BEHG Vorschriften über die Effektenhändler enthalten soll; diese Bestimmungen wurden vom Ständerat als Erst- rat am 13. Dezember 1993 im wesentlichen gutgeheissen. Das neue Gesetz soll dabei nach dem Zweckartikel "den Anleger schützen und die Funktionsfähigkeit des Effektenmarktes gewährleisten", verfolgt also – mit der ebenso logischen wie unglücklichen Ausnahme der Gewährung des europaweiten Marktzutrittes – die gleichen Ziele wie die ISD.²⁰

Im folgenden soll auf den materiellen Gehalt der EG-Regelung näher eingegangen und der E-BEHG an den EG-Normen gemessen werden:²¹

4. Vorschriften für Broker in der EG und im künftigen Schweizer Recht

a. Anwendungsbereich

Grundsätzlich gilt die ISD für *Wertpapierfirmen*,²² welche (verkürzt) als Einheiten definiert werden, die im Rahmen ihrer üblichen beruflichen oder gewerblichen Tätigkeit gewerbsmässig Wertpapierdienstleistungen auf dem Primär-

9 Vgl. zum Verfahren zur Gründung einer Zweigniederlassung Art. 17 ISD; das Verfahren ist zeitlich straff organisiert, vgl. Art. 17(3) und (4) ISD.

10 Vgl. hierzu Art. 18 ISD; ähnlich wie bei der Gründung einer ausländischen Zweigniederlassung beginnt das Verfahren mit einer Meldung an die Behörden des Herkunftslandes. Vgl. zur direkten Tätigkeit in der Schweiz FN 34.

11 Vgl. generell Art. 14 ISD. Nicht gedeckt von der ISD ist die Errichtung von Tochtergesellschaften. Vgl. hierzu auch die speziellen Konsultationen nach Art. 6 ISD, andererseits Art. 15(3) ISD betreffend Börsenzugang und den Konsolidierungsgrundsatz der CAD (Ziffer 4.d nachfolgend).

12 Vgl. Art. 14 ISD.

13 Vgl. Erwägungen ISD, Abs. 31 und 40.

14 Vgl. Erwägungen ISD, Abs. 6. Vgl. auch SOHBI, Eigenkapitalanforderungen für das Wertpapiergeschäft, AG 1994, 23 ff., 28 ff.

15 Vgl. dazu die in FN 8 zitierte Richtlinie.

16 Vgl. RUFFNER/STUPP (FN 6), 402, 416 f.

17 Nach der Grobunterscheidung in § 5 ZHWPG in Bewilligungen für das Gewerbe eines Börsenmitglieds (lit. a) und den ausserbörslichen Verkehr mit Wertpapieren (lit. b).

18 Vgl. auch die Darstellung im Bericht (FN 2), 84 ff. (allerdings noch zum alten ZHWPG).

19 Vgl. Botschaft in BBl. 1993 I 1369 (nachfolgend zitiert nach dem Sonderdruck); Bericht (FN 2), 31 ff., 47 ff., 65 ff.; ferner HERTIG/HERTIG-PELLI (Hrsg.), Kolloquium: Vorentwurf eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel, Zürich 1992 (nachfolgend zitiert als "Kolloquium") und den Bericht zum Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Bern März 1991 (nachfolgend zitiert "Vorentwurf"); schliesslich auch neuestens NOBEL, Reform of the Swiss Securities Markets, The proposed Federal Law on Stock Exchanges and Securities Trading (Stock Exchange Law), SZW 1993, 209 ff.

20 Vgl. Art. 1 E-BEHG und dazu die Botschaft (FN 19), 9 f., 13 f., 26. Der Ständerat hat den Zweckartikel leicht umformuliert und sagt explizit, dass der Anlegerschutz durch Transparenz und Gleichbehandlung sichergestellt werden soll. Vgl. ferner FN 77 nachfolgend zur Revision des Bankengesetzes.

21 Vgl. auch HERTIG, Richtlinien mit Auswirkungen auf Börse und Wertpapierdienstleistungen, in Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 1993, 17 ff.

22 Art. 2(1) ISD in Verbindung mit Art. 1(1) ISD; vgl. auch Erwägungen ISD, Abs. 7: Wer nur Devisengeschäfte tätigen will, darf sich nicht auf die ISD berufen; die ISD gilt im übrigen nicht für Versicherungsunternehmen, Erwägungen ISD, Abs. 16, Art. 2 (2)(a) ISD.

oder dem Sekundärmarkt²³ für Dritte²⁴ erbringen; nicht erfasst ist der blosse "Investment Advice".²⁵ Im E-BEHG²⁶ findet sich eine ähnliche Definition, wobei folgendes hervorzuheben ist:

(i) In der EG wird der *Vermögensverwalter* explizit erfasst,²⁷ was im E-BEHG nicht der Fall ist.²⁸

(ii) Nach E-BEHG kann der Bundesrat Meldepflichten für *Eigenhändler* einführen;²⁹ diese sind von der ISD in keinem Fall erfasst.³⁰

(iii) Nachdem in der Schweiz der Grossteil der Dienstleistungen im Wertpapierhandelsbereich von *Banken* erbracht werden, ist Art. 2(1) ISD von besonderem Interesse, wonach nur wenige Bestimmungen der ISD – namentlich aber die zentralen Art. 10 und 11 – für (im EG-Raum zugelassene) Banken gelten; Banken profitieren von der ISD dadurch, dass ihnen neu der europaweite Zugang zu Börsen offensteht.³¹ Demgegenüber gilt das BEHG für Banken (offenbar) kumulativ zum BankG.

(iv) Interessant ist schliesslich, dass *Notare und Anwälte* von der ISD ausgenommen sind, falls sie Wertpapierdienstleistungen nur gelegentlich ausüben.³² Der Effekthändler im Nebenamt soll vom Schweizer Gesetzgeber im Grundsatz dagegen auch erfasst werden.

b. Die Bewilligung zur Aufnahme des Geschäftsbetriebes

Analog zum gegenwärtigen Zürcher Recht und zum E-BEHG³³ verlangt die ISD, dass die Tätigkeit einer Wertpapierfirma von einer *Zulassung* abhängig zu machen ist.³⁴ In der EG ist dabei vorgesehen, dass die Zulassung nur für einzelne – im Anhang zur ISD aufgezählten – Dienstleistungen erteilt werden kann, während der E-BEHG von einer Einheitslizenz ausgeht.

Die Bewilligungsvoraussetzungen sind im EG-Recht die folgenden:

(i) Zusammenfallen von *Sitz und Ort der Hauptverwaltung*; diese Bestimmung will vor allem verhindern, dass das EG-Land mit dem tiefsten Regulierungsniveau die (nur formellen) Sitze von Wertpapierfirmen anzieht, die dann z. B. effektiv in London verwaltet werden.³⁵

(ii) Ein *Mindestkapital* von ECU 125 000.– bis 730 000.–, je nach Art der Tätigkeit.³⁶ Das vergleichsweise niedrige Mindestkapital dürfte allerdings wegen der Unterlegungsvorschriften nur eine minimale Geschäftstätigkeit erlauben, wie das hierzulande ja auch schon für Banken gilt, die planen, mit dem bankengesetzlichen Minimalkapital von Fr. 2 000 000.–³⁷ zu operieren. Der E-BEHG verweist für das Mindestkapital auf eine noch zu erstellende Verordnung.³⁸

(iii) Die die Geschäfte der Wertpapierfirma leitenden Personen müssen über die erforderlichen Fachkenntnisse verfügen und gut beleumdet sein, bzw. – um in der Terminologie des die gleiche Anforderung kennenden Schweizer Rechts zu bleiben – *Gewähr für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit* bieten.³⁹

(iv) Vorlage eines *Geschäftsplanes*,⁴⁰ aus dem vor allem die Art der geplanten Geschäfte und der organisatorische

Aufbau der Wertpapierfirma hervorgehen, was in ähnlicher Art auch der E-BEHG verlangt.⁴¹ Diese Anforderungen dürften in etwa mit den Anforderungen der EBK an die Zweckumschreibung und den Detaillierungsgrad des Geschäftsreglementes bei Banken übereinstimmen.

(v) Mitteilung des Kreises der am Broker mit *10 % beteiligten Personen*, die überdies Gewähr für eine solide und umsichtige Führung der Firma bieten müssen;⁴² auch dies ist von der Praxis der EBK bei Banken, die sich um eine Bewilligung bewerben, bekannt, im E-BEHG aber nicht vorgeschrieben.⁴³ Um die Zusammensetzung des Aktionariates zu kontrollieren, statuiert die ISD ferner eine vorgängige Meldepflicht, falls eine qualifizierte Beteiligung an einem Broker erworben werden soll.⁴⁴

23 Vgl. dazu die Abschnitte A und B des Anhanges, bzw. Art. 1(1) ISD, ferner RUFFNER/STUPP (FN 6), 417 ff.

24 Handel auf eigene Rechnung eines Effekthändlers (der der Richtlinie ansonsten unterliegt) ist aber nach Abschnitt A des Anhanges zur ISD ebenfalls erfasst.

25 Vgl. Kolloquium (FN 19), 19.

26 Art. 2.c E-BEHG; auch diese Formulierung hat der Ständerat leicht angepasst.

27 Abschnitt A Ziff. 3 des Anhanges zur ISD.

28 Im Vorentwurf (FN 19), Art. 10 III und Textteil 33 – vgl. auch Botschaft (FN 19), 11 – waren diejenigen Vermögensverwalter, die nicht über einen Effekthändler handeln, noch fakultativ erfasst. Vgl. ferner Kolloquium (FN 19), 16 ff. und den momentan "schubladierten" Entwurf für ein BG über Finanzdienstleistungen.

29 Vgl. Art. 15 IV E-BEHG.

30 Vgl. Art. 2(2)(b) ISD; Anwendung der ISD setzt ein zumindest teilweises Handeln für Dritte voraus.

31 Vgl. Art. 2(1) und 15 ISD.

32 Vgl. Art. 2(2)(c) ISD.

33 Vgl. § 2 ZHWPG und Art. 10 I E-BEHG.

34 Vgl. Art. 3 ISD, ferner Art. 22 ISD zur zuständigen Behörde. Nach Art. 10 IV E-BEHG kann der Bundesrat auch die Bewilligungsvoraussetzungen für eine "Cross-border"-Tätigkeit festlegen.

35 Vgl. Erwägungen ISD Abs. 4 und Art. 3 (2) ISD.

36 Vgl. Art. 3(3) ISD in Verbindung mit Art. 3 CAD.

37 Art. 4 BankVO.

38 Art. 10 III 2. Satz E-BEHG.

39 Vgl. Art. 3(3) ISD und Art. 10 II.c E-BEHG, ferner Ziff. 3 oben zur Rechtslage in Zürich und den bekannten Art. 3 II.c BankG.

40 Art. 3(4) ISD.

41 Art. 10 II.a E-BEHG.

42 Vgl. Art. 4 ISD und die Definition in Art. 1(10) ISD. Ferner Art. 6 ISD für das Konsultationsverfahren, wenn die Muttergesellschaft selber eine Wertpapierfirma ist.

43 Vgl. auch den Änderungsvorschlag im Zusammenhang mit dem Swisslex-Paket, Art. 3 II c^{bis} BankG, Botschaft II über die Anpassung des Bundesrechts an das EWR-Recht, BBl. 1992 V 716 und BBl. 1993 I 970.

44 Vgl. Art. 9 ISD. Statuiert ist ferner eine Unterrichtspflicht des Veräusserers, Art. 9(3) und des Brokers selber, Art. 9(4) ISD; vgl. zum neuen Bankenrecht FN 43.

c. Verhaltensregeln

Von besonderem Interesse sind die Aufsichts- und Wohlverhaltensregeln, die Mitgliedstaaten nach Art. 10 und 11 ISD zu erlassen haben. Namentlich haben sie ihren Brokern folgende *Aufsichtsregeln*⁴⁵ vorzuschreiben:

- (i) ordnungsgemässe Verwaltung, Kontroll- und Sicherheitsvorkehrungen;
- (ii) Regelung persönlicher Transaktionen der Angestellten;
- (iii) Schutz der dem Kunden gehörenden Wertpapiere, kein Verwenden der ihm gehörenden Wertpapiere für eigene Rechnung des Brokers ohne Zustimmung des Kunden;
- (iv) Schutz auch der Gelder der Kunden;
- (v) Aufzeichnungspflicht;
- (vi) Aufbau und Organisation, die Interessenkonflikte verhindern.⁴⁶

Daneben werden zusätzlich *Wohlverhaltensregeln* verlangt,⁴⁷ die insbesondere folgende zusätzlichen Gebiete abzudecken haben und deren Einhaltung durch den Staat überwacht wird, in dem die Tätigkeit stattfindet – während die Aufsichtsregeln vom Herkunftsstaat angewandt werden; diese Regeln sind nach dem Grad der Professionalität des Anlegers abzustufen.⁴⁸

- (i) Tätigkeit im bestmöglichen Interesse des Kunden;
- (ii) Anwendung gebotener Sorgfalt, Garantie der Sachkenntnis, Einsatz adäquater Mittel;
- (iii) Pflicht, die finanzielle Lage und Ziele des Kunden zu erfragen; generelle Informationspflicht, einschliesslich des Vorhandenseins von Entschädigungssystemen.⁴⁹

Das *künftige Schweizer Recht*⁵⁰ statuiert demgegenüber generell eine *Sorgfaltspflicht*, eine *Treuepflicht* und eine *Informationspflicht* des Wertpapierhändlers. Diese Grundsätze hat dieser in seinen allgemeinen Geschäftsbedingungen zu konkretisieren (beispielsweise also betreffend der Vermeidung von Interessenkonflikten), wobei auch nach Kundenkategorien zu unterscheiden sein wird. Diese Geschäftsbedingungen sind nach dem bundesrätlichen Entwurf von der Aufsichtsbehörde zu genehmigen.⁵¹

d. Eigenmittelvorschriften

Diese in Art. 12 und 13 des E-BEHG allgemein aufgeführten Grundsätze, die in einer Verordnung konkretisiert werden sollen, finden sich in der EG in der CAD. Vorgehen ist in der Schweiz und in der EG grundsätzlich eine *konsolidierte Betrachtungsweise*.⁵²

Risiken sind im Wertpapiergeschäft anders gelagert als im klassischen Kreditgeschäft der Banken;⁵³ Wertpapiere werden meist nur kurzfristig gehalten – Gewinne und Verluste rasch realisiert.⁵⁴ Die CAD erfasst die Wertschriftenhandelsbestände⁵⁵ – das ist aus der Sicht der Schweizer Universalbank von besonderem Interesse – bei Brokern *und Banken*, wobei zwischen einem *Positionsrisiko* (unterteilt in ein Risiko für Schuldtitel⁵⁶ und für Aktien⁵⁷), einem *Abwicklungs- und Gegenpartierisiko*, einem *Fremdwährungs-* und einem *sonstigen Risiko*⁵⁸ unterschieden

wird, die nach vergleichsweise komplizierten Regeln mit Eigenkapital⁵⁹ zu unterlegen sind, dies für Banken zusätzlich zu Kapitalanforderungen nach der Richtlinie 89/647/EWG.⁶⁰ Den Wertpapierhändlern wird dabei erlaubt, ihre Positionen selber mit Terminkontrakten zu "hedgen", um ihre Unterlegungspflicht, und damit ihre Kapitalkosten, zu senken.⁶¹

Die Mitgliedstaaten haben *zusätzlich* angemessene Eigenmittel für die Deckung solcher Risiken zu verlangen, die weder aus dem Wertpapiergeschäft stammen, noch durch die vorgenannte Richtlinie abgedeckt werden.⁶²

Vergleicht man die Unterlegungsvorschriften für Schweizer Banken – die weltweit als die anspruchsvollsten gelten⁶³ – mit denjenigen für Broker in der EG⁶⁴ ergibt sich

45 Art. 10 ISD.

46 Vgl. zu den allenfalls zu errichtenden Chinese Walls WALTER, Chinese Walls bei Universalbanken, SJZ 1991, 109 ff.

47 Art. 11 ISD. Vgl. zu den Überwachungsrechten des Aufnahmestaates Erwägungen ISD, Abs. 40.

48 Vgl. Art. 11(1) ISD; massgeblich ist der wirtschaftliche, nicht der formelle Auftraggeber, falls ersterer einen Auftrag über eine Wertpapierfirma gibt, Art. 11(3) ISD.

49 Vgl. dazu Art. 12 ISD.

50 Vgl. Art. 11 Abs. 1 E-BEHG. Der Ständerat will diese Genehmigung streichen.

51 Vgl. Art. 11 II-IV E-BEHG und Botschaft (FN 19), 37 f. Der Ständerat will diese Kontrolle streichen.

52 Vgl. Art. 7 CAD und 14 E-BEHG; ferner SCHULTE-MATTLER, EG-Richtlinie über die angemessene Eigenkapitalausstattung von Wertpapierfirmen und Kreditinstituten, EuZW 1992, 603.

53 RUFFNER/STUPP (FN 6), 433: Im Bankwesen geht es primär um das Kredit-, bzw. Ausfallrisiko.

54 RUFFNER/STUPP (FN 6), 433.

55 Vgl. zum Anwendungsbereich RUFFNER/STUPP (FN 6), 434 f. und SOHBI (FN 14), 27.

56 Wo es vor allem um die Absicherung von Zinsrisiken geht, vgl. SCHULTE-MATTLER (FN 52), 603 f., ferner um die Bonität des Emittenten, SOHBI (FN 14), 28.

57 Gegenläufige Positionen in einem Papier können "genettet", d. h. verrechnet werden.

58 Anhang I bis IV zur CAD. Für das sonstige Risiko ist eine Eigenkapitalunterlegung vorgeschrieben, die einem Viertel ihrer fixen Gemeinkosten entspricht. Diese Deckung stellt ein Minimum dar, das auch dann einzuhalten ist, wenn die Unterlegungen der anderen Risiken einen geringeren Betrag ergibt, vgl. Art. 4(1) CAD. Vgl. auch RUFFNER/STUPP (FN 6), 435; SCHULTE-MATTLER (FN 52), 603 f.; SOHBI (FN 14), 27 f.

59 Dazu Anhang V CAD und SCHULTE-MATTLER (FN 52), 603 f., ferner SOHBI (FN 14), 27.

60 Richtlinie des Rates vom 18. Dezember 1989 über einen Solvabilitätskoeffizienten für Kreditinstitute, AB I. L 386 vom 30. Dezember 1989, 14 ff. Vgl. dazu SOHBI (FN 14), 26.

61 Vgl. Ziff. 35 ff. Anhang I zur CAD für Aktien.

62 Vgl. Art. 4(2) CAD.

63 Vgl. BODMER/KLEINER/LUTZ, Kommentar zum Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, Zürich 1976/1993, Art. 4 N 11d; vgl. auch daselbst Vorbem. N 22 f. und Art. 4 N 11g f. für die Rechtslage bei Banken in der EG.

64 Der Vergleich ist allerdings nur schon wegen der verschiedenen Definitionen der Eigenmittel schwierig.

etwa bei *kotierten Aktien*, dass in der Schweiz eine Unterlegung von 10 % verlangt wird,⁶⁵ in der EG sind dagegen die sogenannten Nettokauf- bzw. Nettoverkaufspositionen zu bestimmen⁶⁶, die Summe aller Aktienbestände mit 4 % (für das spezifische Risiko) und die Differenz⁶⁷ mit 8 % (für das allgemeine Risiko) zu unterlegen.⁶⁸ Bei verspäteter Lieferung ist dann zusätzlich das Abwicklungsrisiko zu unterlegen. Hat ein Unternehmen also nicht nur "long", sondern auch "short" Positionen (allenfalls aus derivativen Instrumenten), kann die Unterlegung für das allgemeine Risiko stark vermindert werden, was wirtschaftlich auch nur logisch ist; gesamthaft verlangt die EG damit in aller Regel weniger Kapital, ihre Regelung widerspiegelt aber auch besser moderne Finanztheorien als das gegenwärtige Schweizer Bankenrecht⁶⁹.

e. Überwachung, Entzug der Zulassung und andere Sanktionen

Ähnlich wie eine Schweizer Bank hat der EG-Wertpapierhändler die *Zulassungsbedingungen* nicht nur bei Bewilligungserteilung, sondern *stets zu garantieren* und sich darüber hinaus an die gesetzlichen Verhaltensrichtlinien zu halten. Als härteste Sanktion kennen alle Regelwerke den Bewilligungsentzug.⁷⁰ In der EG sind auch Massnahmen gegen Grossaktionäre möglich.⁷¹

Zuständig zur Überwachung – namentlich auch der Unterlegungspflichten⁷² – und zum Erlassen von administrativen Massnahmen ist in der EG das *Heimatland*,⁷³ wobei die Behörden des Aufnahmelandes das Recht haben, die Wertpapierfirma zum Einhalten der Vorschriften anzuhalten und die zuständige Behörde im Herkunftsland zu informieren, ferner statistische Angaben einzufordern; dabei gilt für die "fremden" Zweigniederlassungen das Prinzip der Inländerbehandlung.⁷⁴ Nur im Notfall kann der Aufnahmestaat selber Zwangsmassnahmen veranlassen.⁷⁵ Die Kontrolle des Herkunftsstaates wird durch umfangreiche Informationspflichten sichergestellt.⁷⁶

In der Schweiz werden im Zusammenhang mit der konsolidierten Aufsicht vergleichbare zwischenstaatliche *Informationsrechte* vorgesehen.⁷⁷

f. Beziehung zu Drittländern

Das EG-Recht kennt keinen *Reziprozitätsvorbehalt*, hingegen ist vorgesehen, dass die Kommission Verhandlungen mit Drittstaaten aufnimmt, die EG-Firmen keinen vollen Marktzutritt gewähren. Extremsanktion sind – in der zeitlichen Wirkung limitierte – eine Beschränkung neuer Zulassungen aus jenem Land oder die Untersagung eines Beteiligungserwerbes.⁷⁸ Der E-BEHG statuiert den aus dem Bankenrecht bekannten *Gegenrechtsvorbehalt*.⁷⁹

Die Schweizer Behörden können bei der Zulassung eine konsolidierte Aufsicht von ausländisch beherrschten Finanzgruppen verlangen, was die EBK im Bankenbereich heute schon macht.⁸⁰

Betreffend die Tätigkeit einer Niederlassung einer Schweizer Bank oder eines Brokers in der EG gilt, dass

die Mitgliedstaaten dafür zu sorgen haben, dass diese Filiale nicht günstiger behandelt wird als Zweigniederlassungen aus einem Mitgliedstaat.⁸¹

g. Wertpapierfirmen und Börsen

Die Zulassung zur Erbringung von Wertpapierdienstleistungen in einem anderen Mitgliedstaat wäre praktisch

65 Vgl. Art. 13 a, Ziff. 6.1 BankV, dazu BODMER/KLEINER/LUTZ (FN 63), Art. 4 N 27. Eine Eigenmittelunterlegung für Preisrisiken ist nach den geltenden Vorschriften nur für offene Devisen- und Edelmetallpositionen vorgeschrieben, vgl. Art. 13 c BankV und Rundschreiben EBK zu Optionen und Financial Futures vom 29. Mai 1991, Rz. 15.

66 Das bedeutet, dass Aktienbestände "genettet" werden (unter Einbezug von derivativen Instrumenten) und die Positionen in den verschiedenen Aktien (ob "long" oder "short") addiert werden, vgl. Ziff. 31 und 36 Anhang I CAD.

67 D. h. alle genetteten "long" Positionen minus aller "short" Positionen. Vgl. das Beispiel bei SOHBI (FN 14), 28.

68 Vgl. Anhang I zur CAD, Ziff. 1 und 31. In der Schweiz präsentiert sich die Rechtslage hier gerade anders, vgl. BODMER/KLEINER/LUTZ (FN 63), Art. 4 N 3 li für Edelmetallbestände.

69 Vgl. auch SOHBI (FN 14), 28 ff. zu einem Vergleich zwischen der CAD und den Bemühungen der IOSCO und der BIZ.

70 Vgl. Art. 3(7) und 8(1) ISD, Art. 34 E-BEHG. Nichtverwendung der Zulassung ist in der EG ein Entzugsgrund, was in der Schweiz im Bankenbereich nicht der Fall ist. Vgl. ferner Art. 27 ISD für die weniger weitgehenden Sanktionen, die Mitgliedstaaten zu erlassen gezwungen sind.

71 Art. 9(5), ferner 27 ISD; vgl. auch Art. 23^{ter} I^{bis} des neuen Bankenrechts, BBl. 1993 I 973.

72 Vgl. Art. 3(7)(d), 8(2) ISD und demgegenüber die Auslandsbankenverordnung (SR 952.111), die vorschreibt, dass die inländischen Aktiven dauernd mindestens 10 % des Gesamtvermögens der Niederlassung betragen müssen, Art. 5 und dazu BODMER/KLEINER/LUTZ (FN 63), Art. 4 N 19a.

73 Art. 8 ISD.

74 Vgl. Art. 19 und 20 ISD, ferner oben, Ziff. 4.c und Art. 11 ISD zur Überwachung der Aufsichtsregeln.

75 Art. 19(5) und (8) ISD, vgl. auch (6) daselbst.

76 Vgl. Art. 20 ISD; ferner Art. 23 f. zum Informationsaustausch unter den Behörden.

77 Vgl. Art. 36 E-BEHG; dazu ferner zum gegenwärtigen Rechtszustand im Bankenbereich BODMER/KLEINER/LUTZ (FN 63), Art. 23^{bis} N 25, ferner EBK Bulletin 22 (1992), 56 ff. De lege ferenda ist der im Eurolex-Paket enthaltene Vorschlag eines Art. 4 IV und 23^{quater} (dazu Botschaft II über die Anpassung des Bundesrechts an das EWR-Recht, BBl. 1992 V 718 f.) zu beachten, der im Rahmen des Swisslex wieder aufgenommen worden ist (vgl. BBl. 1993 I 805, 876) und vom Nationalrat in seiner Sitzung vom 17. Dezember 1993 als Zweitrat behandelt wurde.

78 Vgl. Art. 7 ISD.

79 Art. 35 E-BEHG. Vgl. allerdings auch Art. 3^{quater} der geplanten Revision des Bankenrechts, dazu FN 77.

80 Vgl. Botschaft (FN 19), 37. Zur heutigen Situation im Bankenbereich beispielsweise EBK Bulletin 21 (1991), 34 ff. Vgl. ferner BODMER/KLEINER/LUTZ (FN 63), Art. 23^{bis} N 29 ff.

81 Art. 5 ISD.

wenig wert, wenn dem Broker nicht auch der Zugang zu den Börsen⁸² des Aufnahmestaates erleichtert würde; dies gilt namentlich (aber nicht nur) dort, wo ein Börsenzwang vorgeschrieben ist, was nach der ISD unter bestimmten Bedingungen und für gewisse Produkte möglich ist.⁸³ Deshalb verlangt die ISD von den Mitgliedstaaten, dass sie Wertpapierfirmen (und Banken⁸⁴) aus anderen Ländern direkten oder indirekten Zugang zu den Börsen (sog. geregelten Märkten) gestatten, inklusive Zugang zu Clearing- und Abwicklungsorganisationen;⁸⁵ dies führt im Extremfall dazu, dass auch die technischen Zugangsschranken beseitigt werden müssen.⁸⁶ In der Schweiz führt die Zulassung als Effektenhändler nicht dazu, dass auch ein Recht auf Zulassung an der Börse besteht: Diese darf zwar nur Effektenhändler als Mitglieder aufnehmen, bestimmt aber autonom, wer ihr "genehm" ist.⁸⁷

Auf diesen geregelten Märkten sind im Sinne des Anlegerschutzes durch die Mitgliedstaaten folgende Massnahmen zur Gewährleistungen von Transparenz vorzuschreiben:⁸⁸

(i) Veröffentlichung des gewogenen Durchschnittskurses, des höchsten und niedrigsten Kurses und des Volumens des letzten Börsentages.⁸⁹

(ii) Auf den sogenannten kontinuierlichen Märkten zusätzlich jede Stunde Durchschnittskurs und Volumen, Höchst- und Niedrigstkurs bezüglich einer sechsstündigen Handelsperiode, die maximal zwei Stunden zurückliegen kann.⁹⁰ Alle zwanzig Minuten sind im weiteren die gewogenen Durchschnittskurse (aber ohne Volumen) für eine zweistündige Handelsperiode anzugeben, die eine Stunde zurückliegen darf. Erleichterungen sind möglich, die verhindern sollen, dass Grosskäufer unfair behandelt werden.⁹¹ Im Schweizer Recht ist die öffentliche Bekanntgabe von Kursinformationen der Börse anheimgestellt.⁹²

h. Berufsgeheimnis

Art. 25 ISD verlangt von den Mitgliedstaaten, dass alle Personen, die in der Überwachung tätig sind, einem Berufsgeheimnis unterliegen. Art. 41 E-BEHG statuiert ein bei Verletzung strafrechtlich sanktioniertes Berufsgeheimnis.

5. Zusammenfassung

Rein äusserlich fällt bei einem Vergleich zwischen dem Schweizer und dem EG-Recht die unterschiedliche Reglungsdichte auf. Der helvetische Gesetzgeber normiert den gesamten Regelungsbereich der ISD in zwölf kurzen Artikeln, die ISD braucht dafür zwanzig eng beschriebene Seiten.

Die Regelung des E-BEHG ist einfacher, sie ist damit aber auch viel weniger differenziert. Zu denken ist etwa an die blosse Existenz einer Einheitslizenz, das Erfassen des "Effektenhändlers im Nebenamt" und die Statuierung nur genereller Prinzipien im Anlegerschutz. Differenzierung wird in der Schweiz aber noch auf der Stufe der Verordnung und innerhalb des weiten Bereichs der Selbstregulierung möglich sein.

Unter der Annahme, dass der Ordnungsgeber und die normsetzenden Gremien sich selbst regulierender Organisationen ihre Normen unter Berücksichtigung der EG-Regeln erlassen, darf davon ausgegangen werden, dass das Schweizer Recht EG-kompatibel sein wird – allerdings ohne den Schweizer Wertpapierfirmen den europaweiten freien Marktzugang garantieren zu können. Es fällt wohl gerade in diesem international hoch integrierten Markt auf, wie sehr sich die Schweiz auf dem Weg zu einem *Insel* befindet. Schweizer Broker (und Banken) können nun bestenfalls via EG-Töchter an diesem Markt teilnehmen, die dann allerdings auch voll mit Kapital unterlegt werden müssen und nicht – wie Zweigniederlassungen – von der Kapitalbasis der Mutter profitieren können. Darüber hinaus gewährt die Schweiz EG-Firmen keinen vollen Zugang – zu denken sind an die erwähnten Regeln der Auslandsbankenverordnung und an die Zulassungsbestimmungen an den Börsen. Früher oder später wird damit mit Gegenmassnahmen der EG zu rechnen sein.

Der Schweizer Gesetz- und Ordnungsgeber steht schliesslich im Bereich der *Eigenmittelunterlegung* – bzw. bei der Frage einer Umsetzung der CAD – vor einer

82 Vgl. die Definition des "geregelten Marktes" in Art. 1(13) ISD.

83 Vgl. Art. 14(3) und (4) ISD und RUFFNER/STUPP (FN 6), 427 ff. Im übrigen ist es nicht Ziel der ISD, die Börsen zu reglementieren, vgl. Erläuterungen ISD, Abs. 38.

84 Diese Zulassung von Banken führt zu einer Änderung der Rechtslage in denjenigen Mitgliedstaaten, die Kreditinstituten bisher den Zugang zu Börsen nur über als Broker registrierte Tochtergesellschaften gestatteteten, vgl. Erwägungen ISD, Abs. 36.

85 Art. 15 ISD. Vgl. auch für die Definition des geregelten Marktes Art. 1(13) ISD. Für diejenigen Märkte, an denen keine physische Präsenz nötig ist, ist der Zugang vom Ausland her zu gestatten, vgl. Art. 15(4) ISD.

86 Vgl. Erwägungen ISD, Abs. 35.

87 Art. 7 E-BEHG.

88 Vgl. Art. 21 ISD und RUFFNER/STUPP (FN 6), 430 ff. Keine Bestimmung findet sich in der ISD über die Reportingpflicht bei ausserbörslichen Transaktionen, vgl. RUFFNER/STUPP (FN 6), 438.

89 An der Zürcher Börse gilt für die Veröffentlichung täglicher, gesamtschweizerischer Transaktionsvolumina § 18 der Börsenordnung und die Weisung des Vorstandes über die Meldung der Wertpapierumsätze vom 15. April 1988, welche die Eingabe der Umsätze durch die Ringbanken in die Abschlussverarbeitung verlangt. Vgl. ferner die Weisung zur Kursabfragemöglichkeit bei der Kurserfassung der Zürcher Börse vom 17. Juli 1992, publiziert im Handbuch der Zürcher Börse.

90 Vgl. Art. 21(2)(b), erster Unterabsatz.

91 Eine zu rasche Information über einen grossen Kauf, namentlich durch einen Broker, kann dazu führen, dass die anderen Händler vorübergehend kein Kaufinteresse mehr zeigen, da sie erwarten, dass die kaufende Wertpapierfirma einen Teil des erworbenen Paketes wieder am Markt plazieren muss, dann möglicherweise zu günstigeren Preisen. Vgl. auch Kolloquium (FN 19), 100.

92 Art. 5 Abs. 4 E-BEHG; vgl. auch FN 89.

schwierigen Gratwanderung, gilt es doch einerseits, den (immer noch) guten Ruf des Schweizer Marktes zu schützen – was für eine hohe Unterlegung sprechen würde –, andererseits die Kapitalkosten hier ansässiger Firmen nicht noch weiter zu verteuern, da ansonsten der Standortnachteil noch gravierender wird.

En comparant de façon purement superficielle le droit suisse et le droit de la CE en matière de services dans le domaine des papiers-valeurs, on est tout de suite frappé par la *différence de densité normative*. Le législateur helvétique a consacré douze articles très courts au domaine de réglementation couvert par l'*Investment Service Directive* (ISD), alors que l'ISD elle-même en a rempli vingt pages serrées.

La réglementation de la loi sur la bourse est plus simple, mais par conséquent bien moins différenciée. On peut citer à titre d'exemple le simple fait de l'existence d'une licence unique, le traitement du "courtier de bourse à titre accessoire" et la constitution de principes seulement généraux en matière de protection des investisseurs. Néanmoins, il sera possible en Suisse d'apporter des différenciations au niveau de l'ordonnance et dans le domaine très large de l'autorégulation.

Supposant que l'organe étatique détenant le pouvoir réglementaire et les organes légiférants d'organisations autorégulatrices édictent leurs normes en tenant compte des règles de la CE, on peut partir de l'idée que le *droit suisse sera euro-compatible*, mais sans pour autant être en mesure de garantir aux entreprises suisses de papiers-valeurs le libre accès au marché européen. Dans ce marché hautement intégré au plan international, il est particulièrement frappant de voir dans quelle mesure la Suisse est en train de *s'isoler*. Les courtiers suisses (et les banques) pourront au mieux participer à ce marché moyennant des filiales européennes qui devront alors disposer d'une base financière complète au lieu de pouvoir profiter, comme les succursales, de la base financière de la société mère. De plus, la Suisse n'accorde pas aux entreprises européennes le libre accès – il faut notamment penser aux règles mentionnées de l'Ordonnance concernant les banques étrangères en Suisse et les règles d'admission aux bourses. Tôt ou tard faudra-t-il s'attendre à des contre-mesures de la part de la CE.

Enfin, en matière de *réglementation du capital propre*, respectivement dans la question de la réalisation de la CAD, le législateur suisse se trouve devant une situation difficile à gérer, où il s'agit d'une part de protéger la (toujours) bonne réputation du marché suisse – ce qui plaiderait en faveur d'un capital propre important –, et d'autre part d'éviter le renchérissement progressif des coûts du capital déjà très hauts qui touche les entreprises qui ont leur siège en Suisse. Car, autrement les inconvénients du site d'aggraveront.