

Marti, Eliane

Working Paper

Die Regulierung der unabhängigen Effektenhändler in der Schweiz

Working Paper, No. 38

Provided in Cooperation with:

Swiss Banking Institute, University of Zurich

Suggested Citation: Marti, Eliane (2004) : Die Regulierung der unabhängigen Effektenhändler in der Schweiz, Working Paper, No. 38, Universität Zürich, Institut für schweizerisches Bankwesen, Zürich

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/76019>

Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

Terms of use:

Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.

You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.

If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.



Universität Zürich
Institut für schweizerisches Bankwesen

Working Paper Nr. 38

September 2004

DIE REGULIERUNG DER UNABHÄNGIGEN EFFEKTENHÄNDLER IN DER SCHWEIZ

Diplomarbeit von Eliane Marti bei Prof. Dr. Hans Geiger

Eliane Marti
Universitätsstrasse 57
8006 Zürich

Telefon: +41 1 361 03 51
Email: elianemarti@freesurf.ch

Prof. Dr. Hans Geiger
Plattenstrasse 14
8032 Zürich

Telefon: +41 1 634 29 52
Email: geiger@isb.unizh.ch

DANKSAGUNG

Die Aussagekraft einer empirischen Untersuchung hängt entscheidend ab von der aktiven Teilnahme der befragten Personen und Institutionen. Ich danke denjenigen unabhängigen Effekthändlern, die sich trotz des hektischen „daily business“ die Zeit und Mühe genommen haben, den komplexen Fragebogen zu beantworten, für die kompetente Zusammenarbeit.

Besonderer Dank gebührt Dr. Hannes Glaus, Präsident des Schweizer Verbands unabhängiger Effekthändler (SVUE), für die geduldige Beantwortung vieler Fragen, die Vermittlung von Interviewpartnern, die Koordination zwischen Fragesteller und Befragten sowie die Einladung zur Generalversammlung des Verbands.

Ich danke meinen Interviewpartnern für die Bereitschaft und Geduld, mir Red' und Antwort zu stehen, und für ihre bereichernden Informationen und Gedankenanstösse.

Wertvolle Informationen, Hinweise und Ratschläge verdanke ich Ivo Hubli, dem Autor der Vergleichsstudie über die Börsen- und Verwaltungsbanken in der Schweiz.

Zu grossem Dank bin ich dem Projektleiter und Auftraggeber, Prof. Dr. Hans Geiger und dem die Arbeit betreuenden Assistenten, Christian Bühler verpflichtet. Ihre umsichtige Projektbegleitung, ihre fachliche Beratung und ihre motivierende Unterstützung waren mir eine wertvolle Hilfe.

Schliesslich gilt mein herzlicher Dank allen weiteren Personen, die mit grossem Engagement und in vielfältiger Art und Weise zur Realisierung dieser Diplomarbeit beigetragen haben.

Zürich, im August 2004

Eliane Marti

EXECUTIVE SUMMARY

PROBLEMSTELLUNG

In der Vergangenheit führte die Globalisierung und Öffnung der Finanzmärkte zu grösserer Kapital- und Dienstleistungsfreiheit und zur De-Regulierung des Finanzsektors. In jüngster Zeit ist jedoch eine Trendumkehr von der De-Regulierung zur Re-Regulierung zu beobachten.

Mit der durch den Regulierungsschub angestrebten und zweifelsohne auch realisierten Nutzenverbesserung geht jedoch eine massive Steigerung der volks- und betriebswirtschaftlichen Kosten einher. Systematische Kosten-Nutzen-Analysen, d.h. die Erfassung des regulatorischen Nutzens einerseits und der Regulierungskosten, der so genannten „Regulatory Burden“, andererseits, sind jedoch noch selten.

In der Schweiz hat sich in den letzten Jahren durch die Unterteilung in Banken, so genannte „unabhängige Effekthändler“ und „unabhängige Vermögensverwalter“ mit unterschiedlicher Regulierungsdichte gewissermassen eine Regulierungspyramide entwickelt. Der Schweizer Verband unabhängiger Effekthändler (SVUE) vertritt in einem Positionspapier die Meinung, dass sich die Regulierung der Effekthändler zu stark an jene der Banken anlehnt.¹ Während inzwischen eine empirische Kostenquantifizierung und Nutzenabschätzung für Börsen- und Verwaltungsbanken (VHV-Banken) den Bankstatus dokumentiert², fehlen diesbezügliche Daten für die unabhängigen Effekthändler und damit die Basis für fundierte Analysen und vergleichende Betrachtungen.

ZIELSETZUNG

Das Ziel dieser Arbeit besteht darin, die Tätigkeitsfelder und Regulierungskosten von unabhängigen Effekthändlern in der Schweiz anhand eines Fragebogens empirisch zu erheben sowie die qualitativen und quantitativen Unterschiede in der Regulierung von Banken und Effekthändlern zu bestimmen. Zudem werden die Zweckmässigkeit der geltenden Vorschriften beurteilt und Änderungsvorschläge zuhanden des Gesetzgebers bzw. der Aufsichtsbehörde formuliert.

VORGEHEN

Im *ersten* Teil der dreiteiligen Arbeit werden einige Marktdaten und die Tätigkeitsgebiete der Effekthändler erhoben, die Begründung und Zielsetzung der Regulierung beschrieben, der Status des Effekthändlers vorgestellt und auf theoretischer Basis einem Vergleich mit der Regulierung von Banken unterzogen. Einleitend wird im *zweiten* Teil das Konzept der Kos-

¹ Vgl. Glaus, H.: Revision des Effekthändler-Status: Verbesserungsvorschläge, 2002, <http://www.svue.ch/press/EH%20POSITIONSPAPIER%20dt.pdf>, 02.05.2004 (Abfragedatum).

² Vgl. Hubli, I.: Regulatory Burden: Die Kosten der Regulierung von Vermögensverwaltungsbanken in der Schweiz, Working Paper Nr. 37, 2004, <http://www.isb.unizh.ch/forschung/pdf/workingpapernr37.pdf>, 15.04.2004 (Abfragedatum).

ten-Nutzen-Analyse erläutert und die empirische Untersuchung dokumentiert. Nachfolgend werden die Resultate der empirischen Erhebung von Kosten und Nutzen der Effektenhändlerregulierung präsentiert und anschliessend mit den Ergebnissen der Studie über die Börsen- und Verwaltungsbanken verglichen. Die Zweckmässigkeitsanalyse der geltenden Vorschriften und die daraus resultierenden Änderungsvorschläge im *dritten* Teil leiten sich ab aus den theoretischen Erkenntnissen, der Interpretation der Vergleichsresultate sowie aus Gesprächen mit Effektenhändlern und Experten.

THEORETISCHE RESULTATE

Staatliche Regulierung und Beaufsichtigung im Finanzbereich wollen der Gefahr des Marktversagens, ausgelöst durch Marktmacht, Informationsasymmetrien oder negative Externalitäten, begegnen. Grundsätzlich dienen sie der Gewährleistung von Sicherheit in den drei Zielbereichen Individual-, Funktions- und Systemschutz.

Gemäss dem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) sind Effektenhändler „natürliche und juristische Personen und Personengesellschaften, die gewerbsmässig für eigene Rechnung zum kurzfristigen Wiederverkauf oder für Rechnung Dritter Effekten auf dem Sekundärmarkt kaufen und verkaufen, auf dem Primärmarkt öffentlich anbieten oder selbst Derivate schaffen und öffentlich anbieten“. Die Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel (BEHV) sowie ein Rundschreiben der Eidgenössische Bankenkommission (EBK-RS 98/2) definieren fünf verschiedene Effektenhändlerkategorien (Eigenhändler, Emissions- und Derivathäuser, Market Maker und Kundenhändler). Die Regulierungsbestimmungen gelten grundsätzlich gleichermassen für alle Effektenhändlertypen. Jede Effektenhändlerkategorie bedarf einer spezifischen Bewilligung. Ein einzelner Effektenhändler kann ohne weiteres mehrere Bewilligungen erwerben.

Die Regulierung der Effektenhändler lehnt stark an diejenige der Banken an. Die Analyse allgemeiner Bestimmungen (Tätigkeit, Revision, Bewilligung) zeigt, dass die ausgeübte Geschäftstätigkeit das wohl wichtigste Abgrenzungskriterium bildet. Die unabhängigen Effektenhändler dürfen zwar Kredite (z.B. Lombardkredit) gewähren, unterliegen aber einem Verzinsungsverbot auf Kundenkonti (Kontokorrentguthaben), womit ihnen das Zinsdifferenzgeschäft (Einlage- und Kreditgeschäft) verwehrt ist. Das geltende Universalbankensystem der Schweiz erlaubt Banken, sowohl im Zinsdifferenz- als auch im Effektengeschäft tätig zu sein, sofern eine zusätzliche Bewilligung als Effektenhändler vorliegt. Der Revisions- und Bewilligungsmechanismus ist grundsätzlich gleich konzipiert. Die finanziellen Bewilligungsvoraussetzungen unterscheiden sich allerdings stark, indem Effektenhändler ein weit geringeres Mindestkapital (1.5 Mio. CHF) als die Banken (10 Mio. CHF) aufbringen müssen.

Die Untersuchung spezieller Regulierungsgebiete³ ergibt keine wesentlichen Unterschiede zwischen dem Effektenhändler- bzw. Bankenregime.

³ Geldwäscherei, Sorgfaltspflicht, VSB und Terrorismusfinanzierung; Unabhängigkeit der Finanzanalyse; Marktverhalten, Effektenhändler, Journalführung, Insidergeschäfte und Kursmanipulationen; Risikomanagement

Die Kosten-Nutzen-Gegenüberstellung („Cost-Benefit-Analysis“, CBA) von Regulierungsmassnahmen gibt Aufschluss über deren Angemessenheit. Das Optimierungskalkül lautet, den Nettonutzen der Regulierung zu maximieren. Die Regulierungskosten lassen sich unterteilen in direkte Kosten (Aufsichtsabgaben und Gebühren), Kosten der externen und internen Revision, Compliance Kosten (Überwachung und Umsetzung der geltenden Vorschriften) und indirekte, d.h. Opportunitätskosten. Mit Ausnahme der direkten Kosten ist dabei jeweils nur derjenige Kostenanteil, der direkt durch die Regulierungsbestimmungen verursacht wird, das so genannte „Inkrement“, relevant. Der regulatorische Nutzen wird analog systematisiert. Wegen der schwierigen Quantifizierung werden zur Nutzenmessung nur qualitative Grössen verwendet und die indirekten Kosten gänzlich ausgeklammert.

UMFRAGERESULTATE

Der Rücklauf der Umfrage liegt bei gut 30% resp. bei 21 von 69 Effekthändlern.

Die Mehrzahl (62%) der erfassten Institute gehört zur Kategorie der Kleinunternehmen (10 bis 49 Vollzeitstellen). Der Rest verteilt sich gleichmässig auf kleinste und mittelgrosse Firmen.

Nur 71% aller Institute betreiben den Effekthandel im Haupt- oder Nebengeschäft. Tätigkeitsgebiete, in denen je rund die Hälfte der erfassten Effekthändler tätig sind, bilden die Vermögensverwaltung von Privatkunden, die Konto- und Depotführung sowie der Handel mit Devisen und Commodities. Vom aggregierten Ertrag aller untersuchten Effekthändler von 337 Mio. CHF im Jahre 2002 erzielen die Effekthändler je nach Schwerpunkt-Tätigkeit ihre Haupteinnahmen in den Sparten Effekthandel, Vermögensverwaltung von privaten oder institutionellen Kunden oder Corporate Finance-Beratung.

Im Hinblick auf den Vergleich mit den VHV-Banken unterscheidet die vorliegende Studie zwischen „reinen“ und „vermögensverwaltenden“ Effekthändlern. Zur ersten Kategorie zählen die Institute (N=7), die primär im Effekthandel tätig sind. Die Zugehörigkeit zur Kategorie der vermögensverwaltenden Effekthändler (N=13) ist gegeben, wenn die Vermögensverwaltung von privaten und/oder institutionellen Kunden betrieben *und* kein oder ein nur geringer Ertragsanteil im Effekthandel erzielt wird.

Die *Regulatory Burden* im Verhältnis zum Geschäftsaufwand betragen 4.1% für die Gesamtheit aller Effekthändler. Bei den vermögensverwaltenden Instituten liegen die summierten Regulierungskosten mit 5.04% um 70% höher als bei den reinen Effekthändlern (2.94%). Dieses Ergebnis wird in etwa bestätigt durch die Berechnung der Regulierungskosten pro Vollzeitstelle, indem der aggregierte Wert über alle Effekthändler rund 16'400 CHF, für die vermögensverwaltenden Instituten rund 18'600 CHF und für die reinen Effekthändler rund 14'200 CHF beträgt.

Über alle Kategorien machen die *Compliance Kosten*⁴ mit mindestens 80% der Regulatory Burden den Löwenanteil aus. Bei den vermögensverwaltenden Instituten fallen die Geldwäschereibestimmungen stark ins Gewicht, wogegen die reinen Effektenhändler die höchsten Kosten in den Regulierungsfeldern Risikomanagement und Eigenkapital verzeichnen.

Bei den *Revisionskosten* betragen die Aufwendungen für die externe Revision rund das Doppelte der Ausgaben für die interne Revision. Der inkrementelle Anteil beläuft sich auf 51.8% bei der externen bzw. 64.0% bei der internen Revision.

Die *direkten Kosten* sind vernachlässigbar (0.1% am Geschäftsaufwand).

Der quantitative Vergleich zwischen Effektenhändlern und Banken stützt sich auf die Studie über die Börsen- und Verwaltungsbanken von Ivo Hubli. Diese bezieht sich ebenfalls auf das Jahr 2002 und basiert auf Daten von 17 der insgesamt 30 VHV-Banken. Die Auswertung enthält eine Gliederung in grosse und kleine Banken.

Bei der *Regulatory Burden* im Vergleich zum Geschäftsaufwand liegen die Effektenhändler um 0.26 Prozentpunkte tiefer als die VHV-Banken (4.36%). Pro Vollzeitstelle ergibt sich indessen im Vergleich zu den Banken (rund 12'900 CHF) eine um rund 27% höhere totale Regulierungslast. Bei den einzelnen Unterkategorien verzeichnen die kleinen VHV-Banken die höchste Regulatory Burden (9.82% bzw. 28'700 CHF⁵), während die Kostenränge der übrigen Kategorien je nach Bezugsbasis leicht variieren. Im Vergleich zwischen vermögensverwaltenden Effektenhändlern und kleinen VHV-Banken, der die statusbedingten Regulierungsunterschiede am wenigsten verfälscht, weil diese beiden Unterkategorien verwandte Tätigkeitsgebiete aufweisen und Skaleneffekte wegen der ähnlichen Institutsgrösse grosso modo ausgeblendet werden, ergeben sich bei Ausschluss des Ausreissers erwartungsgemäss ähnliche Kosten.

Im Vergleich weisen die Effektenhändler gegenüber den VHV-Banken auf Vollzeitstellenbasis leicht höhere *Compliance Kosten* aus, während sie im Verhältnis zum Geschäftsaufwand leicht geringere Aufwendungen verzeichnen.

Bei den Effektenhändlern überwiegen die *Kosten* für die externe *Revision*, bei den VHV-Banken diejenigen der internen Kontrolle. Es fällt auf, dass der inkrementelle Anteil die Basiskosten immer mindestens egalisiert. Besonders hohe Inkremente und somit einschneidende Regulierungsbestimmungen verzeichnen die Effektenhändler bei der internen Revision und die VHV-Banken bei der externen Prüfung.

Die Datenqualität der empirischen Untersuchung hält einer kritischen Würdigung wegen der gegebenen kleinen Gesamtmengen, der geringen Rücklaufquote und der Ausreisserproblematik nur knapp stand. Die berechnete Regulatory Burden für Effektenhändler darf deshalb nur als Richtwert interpretiert werden, erfährt aber eine gewisse Erhärtung durch die Überprü-

⁴ Kostenerhebung gemäss den speziellen Regulierungsgebieten.

⁵ Bei Eliminierung eines einzelnen Ausreissers betragen die Werte: 6.37% bzw. 18'400 CHF.

fung von Konsistenz und Robustheit der Daten sowie durch die Anknüpfung an bestehende Vergleichsstudien.

ALLGEMEINE BEURTEILUNG

Die Beurteilung der geltenden Regulierung im Hinblick auf deren *Zweckmässigkeit* deckt diverse konzeptionelle Probleme auf, konstatiert Mängel in der Konstruktion und Gestaltung der Regulierungspyramide und attestiert den ausgewählten Regulierungsgebieten unterschiedliche Eignung. Sie mündet in die folgenden *Änderungsvorschläge* zuhanden des Gesetzgebers bzw. der Aufsichtsbehörde.

Zum *Design* wird empfohlen, durch die Formulierung von Rahmengesetzen genügend Freiräume für Selbstregulierung zu schaffen, übertriebene Komplexität zu eliminieren und eine optimale Regulierungsdichte im Sinn von „Good Practice“- anstatt „Best Practice“-Richtlinien anzustreben. Mittels systematischer Triage der Risiken und nach dem Motto „Mut zur Lücke“ kann die Effizienz der Regulierung wesentlich verbessert werden. Die verschiedenen Regulierungsvorhaben sind sowohl inhaltlich, zeitlich als auch systematisch besser zu koordinieren. Der vorgeschlagene Ausbau der bestehenden Ansätze zur Differenzierung im Sinne eines funktionalen Ansatzes und nach der Grösse der unternehmerischen Einheiten fördert die Konkurrenzfähigkeit und Wettbewerbsneutralität zwischen einzelnen Finanzinstituten. Mittels Anreizsystemen können Regulierungsvorschriften effizienter kontrolliert und durchgesetzt werden.

Die Effekthändler sind gegenüber den Banken in der *Regulierungspyramide* tiefer einzustufen, um eine echte Alternative zur Banklizenz zu schaffen. Es ist eine regulatorisch eigenständige, vom Bankengesetz unabhängige Regulierung anzustreben, die die aus dem Kommerzgeschäft der Banken stammenden Auflagen eliminiert. Es wird empfohlen, die Effekthändler in konto- und nicht kontoführende Institute zu unterteilen und allenfalls eine Differenzierung in Abhängigkeit der definierten Effekthändlerkategorien vorzunehmen. Die festgestellte Überregulierung der Effekthändler gegenüber den unabhängigen Vermögensverwaltern kann grundsätzlich abgebaut werden, indem der Status des Effekthändlers in der Regulierungspyramide tiefer eingestuft und/oder die Regulierung der unabhängigen Vermögensverwalter nach oben korrigiert wird. Zur verstärkten Beaufsichtigung der Vermögensverwalter wären verschiedene Varianten denkbar, wobei nach Expertenmeinung die partielle Unterstellung der unabhängigen Vermögensverwalter unter das BEHG im Vordergrund steht.

Handlungsbedarf bei den *ausgewählten Regulierungsgebieten* besteht vor allem bei den Vorschriften zur Revision und Eigenkapitalunterlegung.

INHALTSVERZEICHNIS

Abbildungsverzeichnis	IX
Tabellenverzeichnis.....	X
Abkürzungsverzeichnis	XI
1 Einleitung	1
1.1 Problemstellung.....	1
1.2 Zielsetzung	1
1.3 Aufbau der Arbeit.....	2
2 Die unabhängigen Effekthändler in der Schweiz	3
2.1 Entstehung und Abgrenzung	3
2.2 Marktdaten	3
2.3 Geschäftsmodell	4
3 Die Regulierung der unabhängigen Effekthändler in der Schweiz	9
3.1 Grundlagen der Regulierung und Aufsicht im Finanzbereich	9
3.1.1 Begründung der Regulierung und Aufsicht	9
3.1.2 Ziele der Regulierung und Aufsicht	12
3.2 Der gesetzliche Status des Effekthändlers.....	13
3.2.1 Begriff	13
3.2.2 Kategorien	14
3.3 Regulierung von Banken und Effekthändlern im Vergleich	18
3.3.1 Anlehnung des Börsen- an das Bankengesetz.....	18
3.3.2 Vergleich allgemeiner Bestimmungen.....	19
3.3.3 Vergleich spezieller Regulierungsgebiete.....	24
3.4 Das Geschäftsmodell des Effekthändlers aus regulatorischer Sicht.....	32
3.4.1 Vermögensverwaltung	32
3.4.2 Effekthandel	35
4 Kosten-Nutzen-Analyse bei unabhängigen Effekthändlern in der Schweiz	37
4.1 Das Konzept der Kosten-Nutzen-Analyse	37
4.1.1 Kosten und Nutzen der Regulierung	37
4.1.2 Grenzen von Kosten-Nutzen-Analysen.....	40
4.1.3 Praxis der Kosten-Nutzen-Analyse im Finanzsektor	41

4.2	Empirische Untersuchung	42
4.2.1	Wahl der Erhebungsmethode	42
4.2.2	Ablauf der Umfrage	43
4.2.3	Die Gestaltung des Fragebogens	43
4.2.4	Probleme und Einschränkungen	44
5	Ergebnisse der Kosten-Nutzen-Analyse	47
5.1	Direkte Kosten	47
5.2	Kosten der externen und internen Revision	47
5.3	Compliance Kosten	50
5.3.1	Kosten/Nutzen	50
5.3.2	Quantifizierung	52
5.4	Regulatory Burden im Überblick	54
5.5	Aussagekraft der Ergebnisse	56
5.5.1	Konsistenz	56
5.5.2	Robustheit	57
5.5.3	Vergleich mit den Resultaten anderer Studien	58
6	Kosten und Nutzen der Regulierung im Vergleich	60
6.1	Direkte Kosten	60
6.2	Kosten der externen und internen Revision	61
6.3	Compliance Kosten	64
6.3.1	Kosten/Nutzen	64
6.3.2	Quantifizierung	64
6.4	Regulatory Burden im Überblick	67
7	Schlussfolgerungen	70
7.1	Zweckmässigkeit der geltenden Regulierung	70
7.1.1	Design der Regulierung	70
7.1.2	Ausgestaltung der Regulierungspyramide	72
7.1.3	Ausgewählte Regulierungsgebiete	75
7.2	Änderungsvorschläge zuhanden des Gesetzgebers bzw. der Aufsichtsbehörde	78
7.2.1	Design der Regulierung	78
7.2.2	Ausgestaltung der Regulierungspyramide	80
7.2.3	Ausgewählte Regulierungsgebiete	83
7.3	Empfehlungen zur Statuswahl	84
7.3.1	Effekthändler	85
7.3.2	Unabhängige Vermögensverwalter	86
8	Fazit und Ausblick	87

Literaturverzeichnis.....	89
Verzeichnis der Gesprächs- und Interviewpartner.....	95
Anhang I: Fragebogen inklusive Erläuterungen.....	96
Anhang II: Robustheitstests	105
Anhang III: Ausreisser-Analyse.....	108
Anhang IV: Regulatory Burden von Effekthändlern und Privatbankiers im Vergleich	109

ABBILDUNGSVERZEICHNIS

Abbildung 1: Verteilung nach Anzahl Mitarbeiter	4
Abbildung 2: Die Tätigkeitsfelder der unabhängigen Effekthändler	5
Abbildung 3: Geschätzter Ertrag der angebotenen Dienstleistungen.....	6
Abbildung 4: Ertragsverteilung gemäss Erfolgsrechnung 2002	7
Abbildung 5: Effekthändlerkategorien	14
Abbildung 6: Verteilung der Effekthändlerbewilligungen auf die Effekthändler	17
Abbildung 7: Unterteilung der Regulierungskosten.....	38
Abbildung 8: Anteil der Prüffelder an den gesamten Revisionskosten	48
Abbildung 9: Verteilung der Revisionskosten nach Tätigkeitsgebiet.....	49
Abbildung 10: Durchschnittlicher Rang in der Kostenhierarchie	50
Abbildung 11: Nutzenbeurteilung der Regulierungsgebiete	51
Abbildung 12: Verteilung der Compliance Kosten nach Tätigkeitsgebiet	54
Abbildung 13: Regulatory Burden im Verhältnis zum Geschäftsaufwand.....	55
Abbildung 14: Direkte Kosten pro Vollzeitstelle und Geschäftsaufwand	61
Abbildung 15: Verteilung der Revisionskosten	62
Abbildung 16: Revisionskosten pro Vollzeitstelle und Geschäftsaufwand	63
Abbildung 17: Verteilung der Compliance Kosten für Effekthändler und VHV-Banken ...	65
Abbildung 18: Compliance Kosten pro Vollzeitstelle und Geschäftsaufwand.....	66
Abbildung 19: Beurteilung der geltenden Regulierungsvorschriften	75
Abbildung 20: Robustheit der aggregierten Compliance Kosten pro Geschäftsaufwand.....	105
Abbildung 21: Robustheit der aggregierten Compliance Kosten pro Vollzeitstelle.....	106
Abbildung 22: Robustheit der aggregierten Compliance Kosten pro Geschäftsaufwand nach Tätigkeitsgebiet	106
Abbildung 23: Robustheit der aggregierten Compliance Kosten pro Vollzeitstelle nach Tätigkeitsgebiet	107

TABELLENVERZEICHNIS

Tabelle 1: Vergleich allgemeiner Bestimmungen	20
Tabelle 2: Vergleich spezieller Regulierungsgebiete.....	25
Tabelle 3: Kosten der externen und internen Revision	48
Tabelle 4: Kosten-Nutzen-Vergleich der sieben Regulierungsgebiete	51
Tabelle 5: Compliance Kosten pro Regulierungsgebiet.....	53
Tabelle 6: Regulatory Burden pro Vollzeitstelle.....	55
Tabelle 7: Robustheit der Daten bei Weglassen der beiden Extrema	57
Tabelle 8: Kosten-Nutzen-Vergleich zwischen Effekthändlern und VHV-Banken.....	64
Tabelle 9: Regulatory Burden pro Vollzeitstelle für Effekthändler und VHV-Banken.....	67
Tabelle 10: Regulatory Burden pro Geschäftsaufwand für Effekthändler und VHV-Banken	68
Tabelle 11: Regulatory Burden pro Vollzeitstelle ohne Ausreisser	108
Tabelle 12: Regulatory Burden pro Vollzeitstelle für Effekthändler und Privatbankiers ..	109

ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS

Abs.	Absatz
AFG	Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 18. März 1994, Stand 3. Oktober 2003
AFV	Verordnung über die Anlagefonds vom 19. Oktober 1994, Stand 24. März 2004
AFV-EBK	Verordnung der EBK über die Anlagefonds vom 24. Januar 2001
Art.	Artikel
BankG	Bundesgesetz vom 8. November 1934 über die Banken und Sparkassen, Stand 3. Oktober 2003
BankV	Verordnung vom 17. März 1972 über die Banken und Sparkassen, Stand 31. März 2004
BEHG	Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995, Stand 3. Oktober 2003
BEHV	Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel vom 2. Dezember 1996, Stand 31. März 2004
BEHV-EBK	Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission über die Börsen und den Effektenhandel vom 25. Juni 1997
BVG	Bundesgesetz vom 25. Juni 1982 über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge, Stand 3. Oktober 2003
bzgl.	bezüglich
bzw.	beziehungsweise
ca.	circa
CBA	Kosten-Nutzen-Analyse (Cost-Benefit Analysis)
CHF	Schweizer Franken
d.h.	das heisst
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
EBK-GebV	Verordnung vom 2. Dezember 1996 über die Erhebung von Abgaben und Gebühren durch die Eidgenössische Bankenkommission, Stand 26. September 2003
EBK-RS	Rundschreiben der Eidgenössischen Bankenkommission
et al.	und Andere
etc.	et cetera
f.	und die folgende Seite
FSA	Financial Services Authority
GL	Geschäftsleitung
GwG	Bundesgesetz zur Bekämpfung der Geldwäscherei im Finanzsektor vom 10. Oktober 1997, Stand 18. Dezember 1998

GwV-EBK	Verordnung der Eidgenössischen Bankenkommission vom 18. Dezember 2002 zur Verhinderung von Geldwäscherei
ISB	Institut für schweizerisches Bankwesen
IWF	Internationaler Währungsfonds
£	Britische Pfund Sterling
lit.	litera
Mia.	Milliarde
Mio.	Million
NBG	Bundesgesetz vom 3. Oktober 2003 über die Schweizerische Nationalbank
NBV	Verordnung vom 18. März 2004 zum Bundesgesetz über die Schweizerische Nationalbank
o.J.	ohne Jahresangabe
OR	Obligationenrecht
o.S.	ohne Seitenangabe
o.V.	ohne Verfasser
PJ	Personenjahre
PT	Personentage
resp.	respektive
RRV-EBK	Richtlinien der EBK zu den Rechnungslegungsvorschriften der Art. 23 bis 27 BankV vom 14. Dezember 1994, Stand 18. Dezember 2002
S.	Seite(n)
SEC	Securities and Exchange Commission
SBVg	Schweizerische Bankiervereinigung
SNB	Schweizerische Nationalbank
StGB	Strafgesetzbuch
SVUE	Schweizer Verband unabhängiger Effekthändler
SWX	Schweizerische Börse (Swiss Exchange)
TCHF	Tausend Schweizer Franken
u.a.	unter anderem
usw.	und so weiter
Vgl.	Vergleiche
VHV	Vereinigung Schweizerischer Handels- und Verwaltungsbanken
VR	Verwaltungsrat
VSB	Vereinbarung über die Standesregeln zur Sorgfaltspflicht der Banken
VSV	Verband der Schweizerischen Vermögensverwalter
VV-Aufträge	Vermögensverwaltungsaufträge
z.B.	zum Beispiel

1 EINLEITUNG

1.1 PROBLEMSTELLUNG

„Nachdem jedermann realisierte, dass die noch vor einem Jahrzehnt propagierte De-Regulierung durch ein gigantisches Meer von Re-Regulierung überspült worden ist und dessen Wogen immer höher gehen, regt sich im Finanzsektor vermehrter Widerstand gegen Überregulierung, wachsende Kostenfolgen und Benachteiligung im Standortwettbewerb“.⁶

Der markante Regulierungsschub erhielt durch die Börsenkrise von 2000 bis 2002 sowie durch die Finanzskandale rund um Enron, Worldcom, ABB oder jüngst Parmalat auf internationaler und nationaler Ebene zusätzliche Brisanz. Stossrichtungen der regulatorischen Anpassung bilden u.a. die spezifischere Risikoerfassung, der bessere Schutz von An- und Einlegern sowie des gesamten Finanzsystems, die Verbesserung der internationalen Zusammenarbeit und die nähere Anknüpfung an das Marktgeschehen.⁷

Mit der angestrebten und zweifelsohne auch realisierten Nutzenverbesserung geht jedoch eine massive Steigerung der volks- und betriebswirtschaftlichen Kosten einher. Systematische Kosten-Nutzen-Analysen, d.h. die Erfassung des regulatorischen Nutzens einerseits und der Regulierungskosten, der so genannten „Regulatory Burden“, andererseits, sind jedoch noch selten. Oft erschöpfen sie sich zudem in summarischen Schätzungen.

In der schweizerischen Regulierungslandschaft hat sich in den letzten Jahren eine Art von Regulierungspyramide entfaltet. Die so genannten „(bank-) unabhängigen Effekthändler“ positionieren sich aufsichtsrechtlich zwischen den höher regulierten Banken und den tiefer gestuften „unabhängigen Vermögensverwaltern“. Der Schweizer Verband unabhängiger Effekthändler (SVUE) vertritt in einem Positionspapier die Meinung, dass sich die Regulierung der Effekthändler zu stark an jene der Banken anlehnt. Während inzwischen eine empirische Kostenquantifizierung und Nutzenabschätzung für Börsen- und Verwaltungsbanken (VHV⁸-Banken) den Bankstatus dokumentiert, fehlen diesbezügliche Daten für die unabhängigen Effekthändler. Damit ist die Basis für fundierte Analysen und vergleichende Betrachtungen nicht vorhanden.

1.2 ZIELSETZUNG

Diese Arbeit setzt sich zum Ziel, die Tätigkeitsfelder und Regulierungskosten von unabhängigen Effekthändlern in der Schweiz empirisch zu erheben sowie die qualitativen und quantitativen Unterschiede in der Regulierung von Banken und Effekthändlern zu bestimmen.

⁶ Zuberbühler 2004, S.1.

⁷ Vgl. Rabian 2002, S.2.

⁸ Vereinigung Schweizerischer Handels- und Verwaltungsbanken.

Zudem gilt es die Zweckmässigkeit der geltenden Vorschriften zu beurteilen und Änderungsvorschläge zuhanden des Gesetzgebers bzw. der Aufsichtsbehörde zu formulieren.

1.3 AUFBAU DER ARBEIT

Die vorliegende Arbeit gliedert sich in drei Teile. Der *erste* Teil (Kapitel 1-3) fokussiert auf die Tätigkeitsgebiete und die Regulierung der unabhängigen Effekthändler. Nach dem einleitenden Kapitel 1 vermittelt das Kapitel 2 einen Überblick über die unabhängigen Effekthändler in der Schweiz, insbesondere über deren Tätigkeitsgebiete. Das Kapitel 3 widmet sich der Regulierung von unabhängigen Effekthändlern. Neben der Begründung und Zielsetzung der Regulierung wird der Status des unabhängigen Effekthändlers vorgestellt und mit der Regulierung von Banken verglichen. Abschliessend wird untersucht, für welche Tätigkeiten der Status des unabhängigen Effekthändlers notwendig bzw. geeignet ist.

Der *zweite* Teil (Kapitel 4-6) beinhaltet die empirische Erhebung von Kosten und Nutzen der Effekthändlerregulierung. Das Kapitel 4 stellt das Konzept der Kosten-Nutzen-Analyse vor und dokumentiert die empirische Untersuchung, indem die Wahl der Erhebungsmethode, der zeitliche Ablauf, die Gestaltung des Fragebogens sowie Einschränkungen und Probleme der Umfrage diskutiert werden. Das Kapitel 5 präsentiert die Ergebnisse der Studie und untersucht die Aussagekraft der erhobenen Daten, während das 6. Kapitel die Resultate mit den Ergebnissen der Studie über die Börsen- und Verwaltungsbanken vergleicht.

Im *dritten* und letzten Teil (Kapitel 7-8) werden Schlussfolgerungen aus den gewonnenen Erkenntnissen und Resultaten sowie aus Gesprächen mit unabhängigen Effekthändlern und Experten gezogen. Im 7. Kapitel wird einleitend die Zweckmässigkeit der geltenden Vorschriften untersucht. Es folgen Änderungsvorschläge zuhanden der Aufsichtsbehörde bzw. des Gesetzgebers und Empfehlungen zur Statuswahl an die Adresse der unabhängigen Effekthändler und unabhängigen Vermögensverwalter. Das Kapitel 8 fasst die wichtigsten Erkenntnisse der Arbeit zusammen und unterzieht diese einer kritischen Würdigung. Den Abschluss der Arbeit bildet ein Ausblick in die nähere regulatorische Zukunft der unabhängigen Effekthändler.

2 DIE UNABHÄNGIGEN EFFEKTHÄNDLER IN DER SCHWEIZ

2.1 ENTSTEHUNG UND ABGRENZUNG

Mit dem Erlass des Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel (BEHG) im Jahr 1995 wurde der Status des Effekthändlers, der dazu berechtigt, an verschiedenen Börsen mit Wertschriften zu handeln, grundsätzlich neu geschaffen.

Vor dem Erlass des Börsengesetzes war der Handel mit Wertpapieren lediglich kantonal⁹ geregelt.¹⁰ Im Zeitalter der elektronischen Börsen sind die Handelssysteme sowie die Handelsteilnehmer jedoch nicht mehr ortsgebunden. Der Aktionsradius des Effekthändlers beschränkt sich nicht mehr auf ein Kantonsgebiet, sondern erstreckt sich auf die vorteilhaftesten nationalen und internationalen Märkte. Das Börsengesetz ist somit als Antwort auf die zunehmende globale Verflechtung der Finanzmärkte zu verstehen.¹¹

Die Einführung des BEHG hatte aufgrund der kostenintensiven Auflagen eine Markträumung bei den Effekthändlern zur Folge. Viele verlegten ihre Aktivitäten in einen nicht bewilligungspflichtigen Bereich - vor allem in die Vermögensverwaltung und in den sonderbarerweise nicht überwachten Devisenhandel.¹²

Die meisten Banken verfügen ebenfalls über eine Bewilligung als Effekthändler. Diese Arbeit konzentriert sich jedoch auf die „Nicht-Banken“-Effekthändler, d.h. die unabhängigen Effekthändler. Zudem beschränkt sie sich auf den inländischen Effekthändler. Bewilligte Vertretungen ausländischer Effekthändlern gehören nicht zum Untersuchungsgegenstand dieser Studie.

2.2 MARKTDATEN

Gegenwärtig sind gemäss der Liste der Eidgenössischen Bankenkommission (EBK) 71 Unternehmen als unabhängige Effekthändler klassifiziert.¹³ Davon verfügen zwei zusätzlich über eine Bewilligung als Vertretung ausländischer Effekthändler.

Noch 78 Institute mit einem Personalbestand von 1'841 Mitarbeitern wurden im Jahr 2002 gemäss einer aktuellen Studie der EBK registriert.¹⁴ Der seither eingetretene Aderlass ist Ausdruck der erwähnten Markträumung.

⁹ Das Zürcher Wertpapiergesetz z.B. unterschied zwischen so genannten „A-Konzessionen“ (Effekthändler mit Börsenmitgliedschaft) und „B-Konzessionen“ (Effekthändler im ausserbörslichen Handel); Vgl. Nobel 1997, S.357.

¹⁰ Vgl. Nobel 1997, S.355.

¹¹ Vgl. Hirszowicz 2003, S.286.

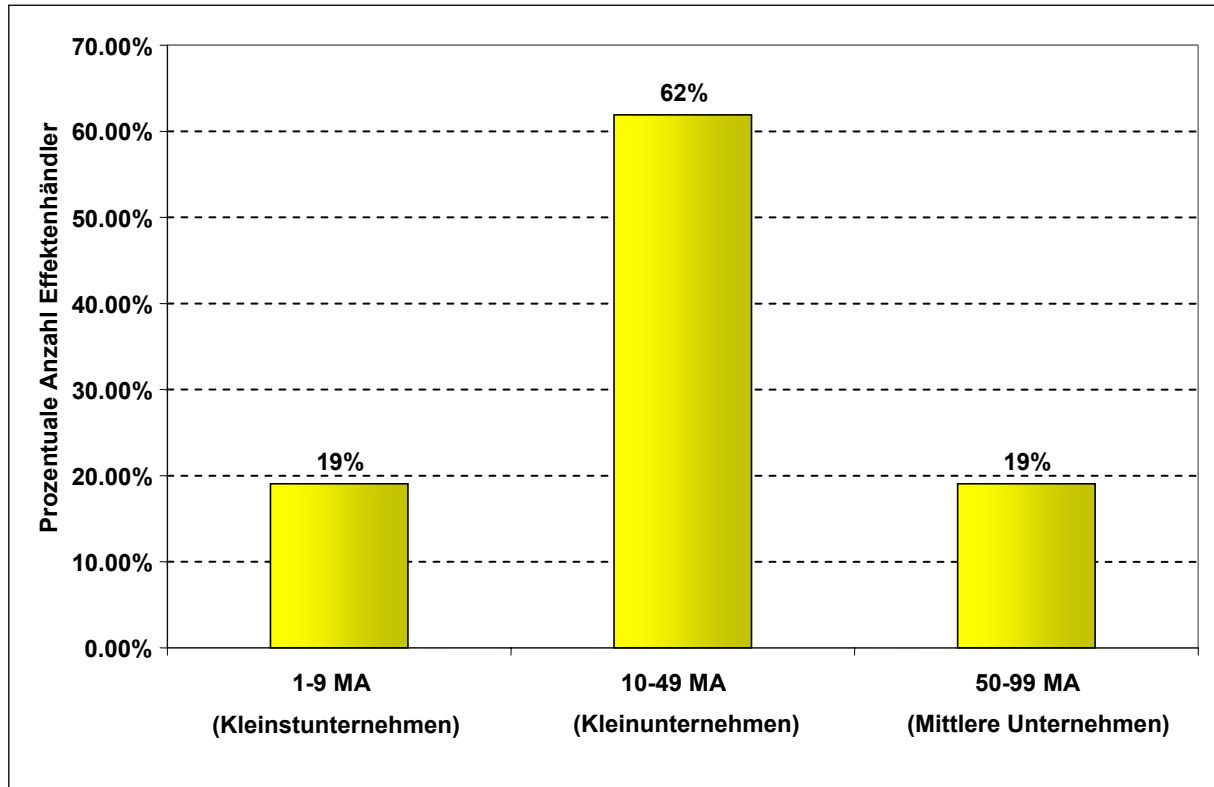
¹² Vgl. o.V. 1999, S.68.

¹³ Vgl. Eidgenössische Bankenkommission o.J., o.S.

¹⁴ Vgl. Eidgenössische Bankenkommission 2004a, S.2.

Die Abbildung 1 zeigt die Verteilung der untersuchten Effektenhändler nach Anzahl Mitarbeiter - umgerechnet in Vollzeitstellen - wie sie im Rahmen der empirischen Untersuchung für das Jahr 2002 erhoben wurde.

Abbildung 1: Verteilung nach Anzahl Mitarbeiter



Quelle: Eigene Darstellung.

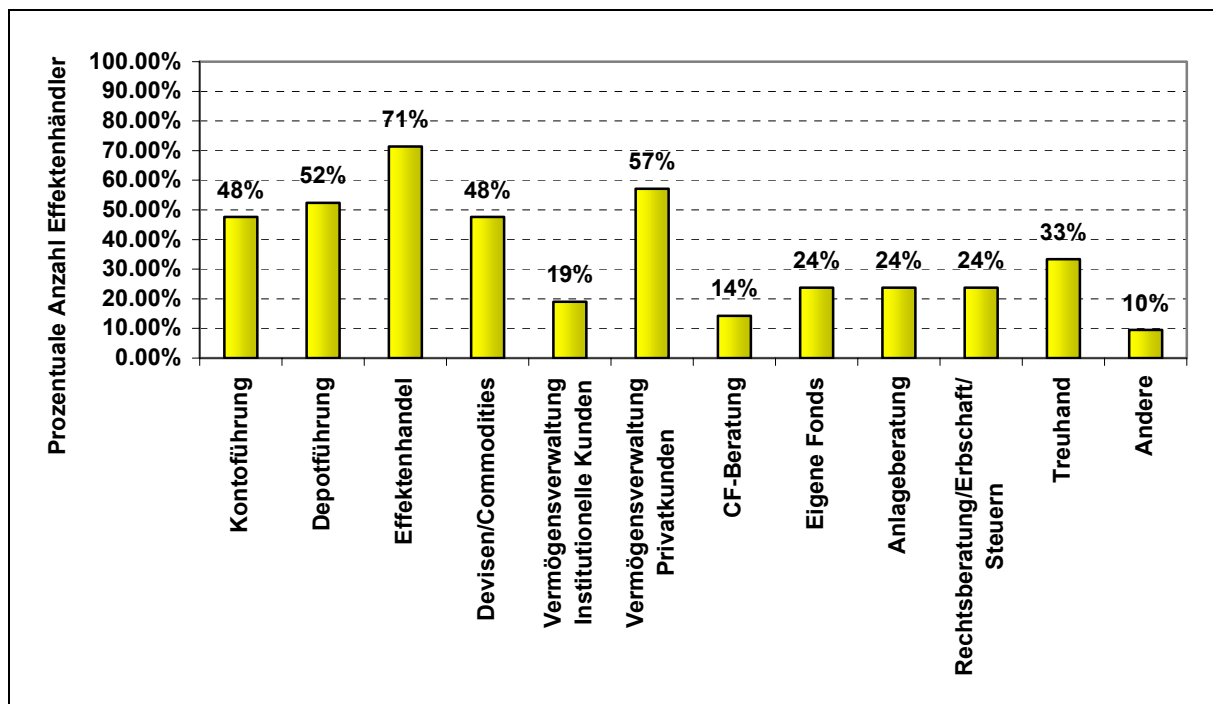
Von den 21 ausgewerteten Unternehmen gehören 19% zur Kategorie der Kleinstunternehmen, die weniger als zehn Mitarbeiter beschäftigen. Die meisten Effektenhändler, 62%, gehören zur Kategorie der Kleinunternehmen. 19% beschäftigen mehr als 50 Mitarbeiter und gelten damit als mittlere Unternehmung.¹⁵

2.3 GESCHÄFTSMODELL

Neben dem eigentlichen Effektenhandel sind die Effektenhändler in verschiedenen anderen Bereichen des Finanzgeschäftes tätig. Die Abbildung 2 illustriert die wichtigsten Tätigkeitsfelder der unabhängigen Effektenhändler gemäss Umfrage.

¹⁵ Die Einteilung der Grössenklassen erfolgt in Anlehnung an die Kategorisierung des Bundesamtes für Statistik.

Abbildung 2: Die Tätigkeitsfelder der unabhängigen Effektenhändler



Quelle: Eigene Darstellung.

Demnach sind 71% der 21 erfassten Effektenhändler tatsächlich im *Effektenhandel* tätig. Dass nicht alle Effektenhändler im „Kerngeschäft“, dem Effektenhandel, tätig sind, erklärt sich durch Outsourcing, d.h. durch Delegation des Handels an Banken und spezialisierte Firmen.

Beachtliche 57% der Befragten sind in der *Vermögensverwaltung von Privatkunden* tätig. Die Sparten „*Konto*¹⁶- und *Depot*¹⁷-*Führung*“ und „*Handel mit Devisen und Commodities*“ werden je von rund der Hälfte der Effektenhändler betrieben. Etwas geringere Bedeutung geniessen demgegenüber die *Vermögensverwaltung institutioneller Kunden* (auch Asset Management genannt), die *Corporate Finance-Beratung*, das Anbieten eigener *Fonds*, die *Anlageberatung*, die *Rechts-, Erbschafts- und Steuerberatung*, *Treuhandgeschäfte* sowie *andere Aktivitäten* (Merger & Acquisition, Family Office, Risk Controlling usw.).

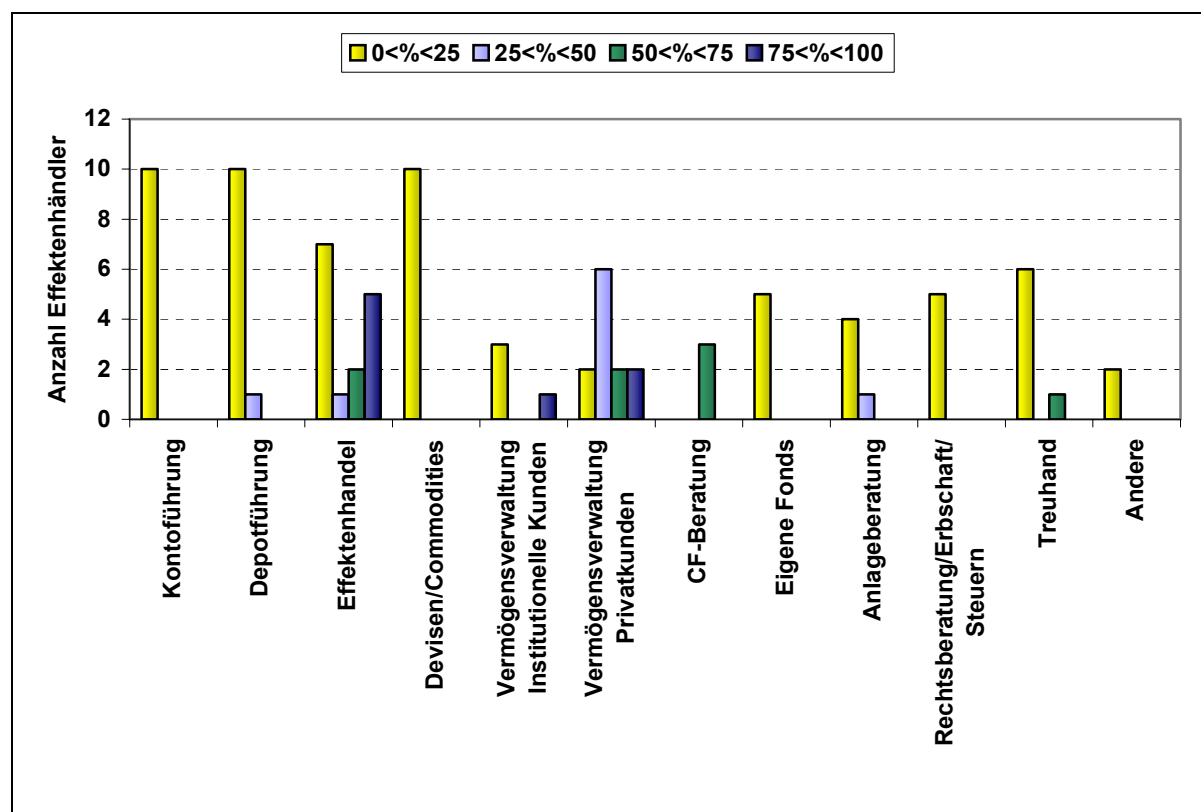
Die erfassten Institute erzielen einen aggregierten Ertrag von rund 337 Mio. CHF.¹⁸ Die Abbildung 3 gibt einen Überblick über die Ertragsverteilung der einzelnen Institute. Sie zeigt, welchen prozentualen Beitrag eine bestimmte Tätigkeit zum jeweiligen Gesamtertrag liefert, wobei dieser in vier verschiedenen Bandbreiten angegeben wird.

¹⁶ Die Kontoführung dient hauptsächlich dem Halten liquider Mittel im Zusammenhang mit Wertschriftentransaktionen sowie zur Gutschrift von Dividenden- und Zinszahlungen.

¹⁷ „Depotgeschäft“ ist die Bezeichnung für die Aufbewahrung und Verwaltung fremder Gegenstände, wie Wertpapiere und Edelmetalle, wofür dem Kunden eine Depotgebühr in Rechnung gestellt wird.

¹⁸ Die Ertragsdaten beziehen sich auf 20 Institute. Von einem primär im Effektenhandel tätigen Institut konnten die Ertragsdaten nicht erhoben werden.

Abbildung 3: Geschätzter Ertrag der angebotenen Dienstleistungen



Quelle: Eigene Darstellung.

Es fällt auf, dass nur sieben der antwortenden Institute den *Effektenhandel* als einzige oder hauptsächliche Einnahmequelle angeben (Ertrag zwischen 50% und 100%). Acht Unternehmen hingegen betreiben den Effektenhandel nur als Nebentätigkeit (Ertrag zwischen 0% und 50%).

Eine weitere wichtige Einnahmenquelle stellt die *private Vermögensverwaltung* dar. Die meisten Effekthändler, die in der privaten Vermögensverwaltung tätig sind, erwirtschaften damit einen Ertrag von mehr als 25%. Daneben erzielen sie zumeist noch Erträge in verwandten Geschäftsbereichen.

Die paar wenigen Effekthändler, die in der *Corporate Finance-Beratung* relativ hohe Ertragsanteile erzielen, konzentrieren sich offensichtlich auf diese Geschäftssparte.

Hingegen stellt das *Treuhandgeschäft* und die *Vermögensverwaltung institutioneller Kunden* kein primäres Tätigkeitsgebiet der Effekthändler dar. Mit Ausnahme je eines Institutes erzielen die in diesem Bereich tätigen Effekthändler lediglich einen Ertrag zwischen 0% und 25%.

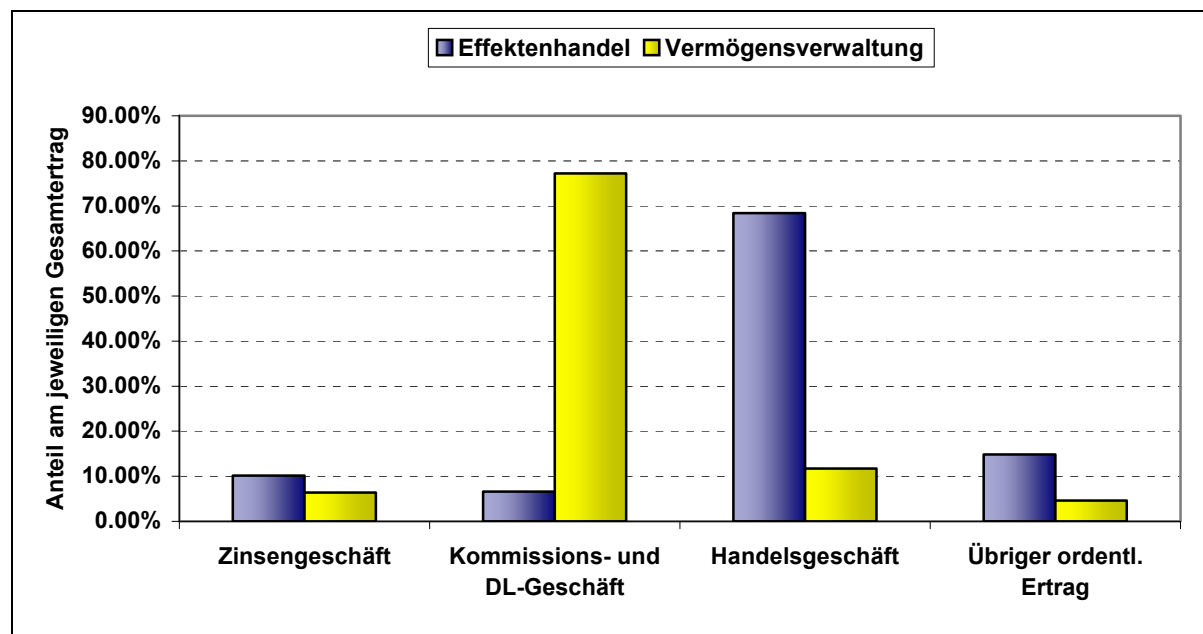
In der *Depotführung* und der *Anlageberatung* erwirtschaften die beteiligten Effekthändler zumeist einen Ertrag zwischen 0% und 25%, vereinzelt zwischen 25% und 50%. Es kann an dieser Stelle festgehalten werden, dass diese Tätigkeiten wie auch die *Kontoführung*, der *Handel mit Devisen und Commodities*, die *Rechts-, Erbschaft- und Steuerberatung*, das An-

bieten eigener *Fonds* sowie *andere Aktivitäten* nicht zu den ertragskräftigen Tätigkeitsfeldern der Effekthändler zählen.

Im Hinblick auf die folgenden Auswertungen wird an dieser Stelle eine Unterteilung in „reine“ resp. „vermögensverwaltende“ Effekthändler vorgenommen. Zur ersten Kategorie werden die Institute gezählt (N=7), die primär¹⁹ im Effektenhandel tätig sind. Zur Kategorie der vermögensverwaltenden Effekthändler (N=13) gehören Institute, welche die beiden folgenden Kriterien erfüllen: Tätigkeit in der Vermögensverwaltung von privaten und/oder institutionellen Kunden *sowie* kein oder nur geringer Ertragsanteil im Effektenhandel. Ein einzelnes Institut erfüllt weder die Bedingungen als reiner noch als vermögensverwaltender Effekthändler und wird im Folgenden von den kategorisierten Betrachtungen ausgeschlossen.

Die Abbildung 4 gibt Aufschluss wie sich die Erträge der reinen bzw. vermögensverwaltenden Effekthändler gemäss Erfolgsrechnung 2002 verteilen.

Abbildung 4: Ertragsverteilung gemäss Erfolgsrechnung 2002



Quelle: Eigene Darstellung.

Das *Zinsengeschäft* spielt bei beiden Kategorien eine untergeordnete Rolle (Vgl. Kapitel 3.3.2). Die entsprechenden Erträge setzen sich in erster Linie aus dem Zins- und Diskontertrag sowie aus dem Zins- und Dividendenenertrag aus Handelsbeständen resp. Finanzanlagen zusammen.

Das *Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft* generiert Kommissionserträge aus dem Kredit-, Wertschriften- und Anlagegeschäft sowie dem übrigen Dienstleistungsgeschäft. Während die reinen Effekthändler praktisch keine entsprechenden Erträge aufweisen, erzielen die vermögensverwaltenden Effekthändler damit rund 77% ihres Gesamtertrages.

¹⁹ D.h. mehr als 50% Ertragsanteil im Effektenhandel.

Der Ertrag aus dem *Handelsgeschäft* stellt für Effekthändler, die hauptsächlich den Effektenhandel betreiben, die wichtigste Einnahmequelle dar. Bei den in der Vermögensverwaltung tätigen Effekthändlern fällt dieser Ertragsanteil dagegen wesentlich geringer aus.

Die *übrigen ordentlichen Erträge* umfassen Erträge aus der Veräußerung von Finanzanlagen, Beteiligungserträge und andere ordentliche Erträge.

Grundsätzlich verzeichnen die vermögensverwaltenden Effekthändler eine ähnliche Ertragsverteilung wie die Börsen- und Verwaltungsbanken, mit Ausnahme des Zinsengeschäfts, wo sie deutlich geringere Einnahmen erzielen.²⁰

²⁰ Vgl. Hirszowicz 2003, S.115f.

3 DIE REGULIERUNG DER UNABHÄNGIGEN EFFEKTHÄNDLER IN DER SCHWEIZ

3.1 GRUNDLAGEN DER REGULIERUNG UND AUFSICHT IM FINANZBEREICH

3.1.1 BEGRÜNDUNG DER REGULIERUNG UND AUFSICHT

„Kein anderer Wirtschaftszweig ist so stark und umfassend reglementiert und überwacht wie die Finanzbranche“.²¹ Begründet wird die intensive Beaufsichtigung und Regulierung mit der Natur der Aufgaben und der besonderen Bedeutung, welche die Finanzintermediäre im Rahmen der Volkswirtschaft einnehmen.

Grundsätzlich lassen sich *normative* und so genannte „*positive*“ Ansätze unterscheiden, die die Notwendigkeit staatlicher Regulierung und Beaufsichtigung im Finanzbereich rechtfertigen.

Normative Theorien begründen staatliche Eingriffe üblicherweise mit der Gefahr des Marktversagens aufgrund von Marktmacht, Informationsasymmetrien zwischen Anbietern und Nachfragern oder negativer Externalitäten.²² Zur Rechtfertigung der Finanzmarktregulierung stehen die beiden letztgenannten Argumente im Vordergrund. Gerade im Finanzbereich ist die Wahrscheinlichkeit eines Marktversagens grösser als in anderen Bereichen. Dabei behindern staatliche Eingriffe das freie Wirken der Marktkräfte nicht zwingend, sondern wirken dort unterstützend und korrigierend, wo die Gefahr eines Marktversagens besteht.²³

Ein *Marktversagen aufgrund von Informationsasymmetrien* kann entstehen, wenn Informationen ungleich zwischen Anbietern und Nachfragern von Finanzprodukten verteilt sind (Adverse Selection²⁴, Moral Hazard²⁵, Hold Up²⁶).²⁷ Es ist eine Eigenheit des Finanzsektors und stellt ein starkes Regulierungsmotiv dar, dass die Kunden von Finanzdienstleistungsunternehmen deren Aktivitäten nur in geringem Ausmass zu beobachten vermögen (Ungenügendes Monitoring).²⁸ Einleger sind nicht bereit, die Überwachungsfunktion zu übernehmen, einer-

²¹ Roth 2003a, o.S.

²² Vgl. Bernet 2003, S.271.

²³ Vgl. Bernet 2003, S.266.

²⁴ Adverse Selection liegt vor, wenn der Kooperationspartner B gegenüber A vor Vertragsabschluss einen Informationsvorsprung besitzt (z.B. bzgl. Qualität und Bonität); Vgl. Hartmann-Wendels/ Pfingsten/ Weber 2000, S. 100.

²⁵ Ein Moral Hazard liegt vor, wenn der Kooperationspartner B einen Verhaltensspielraum besitzt und sein tatsächliches Verhalten von A nicht beobachtet werden kann; Vgl. Hartmann-Wendels/ Pfingsten/ Weber 2000, S.102.

²⁶ Hold Up liegt vor, wenn ein Vertragspartner B den ihm verbleibenden Spielraum zu seinem Vorteil nutzt und Partner A dieses Verhalten beobachten kann. Mögliche Formen des Hold Up können Betrug während der Laufzeit, Ausnutzen von Vertragslücken oder ungünstigen Vertragskonstruktionen sein; Vgl. Hartmann-Wendels/ Pfingsten/ Weber 2000, S.109.

²⁷ Vgl. Bernet 2003, S.271.

²⁸ Vgl. Zufferey 2000, S.80.

seits aufgrund ihres geringen Einflusses (Trittbrettproblematik), andererseits wegen fehlenden Informationen und ungenügendem Know-How.²⁹

Banken sind aufgrund der von ihnen getätigten Fristentransformation potentiell illiquide, da sie langfristige Bankaktiva durch kurzfristige (liquide) Depositeneinlagen finanzieren, und sind somit immer der latenten Gefahr der Illiquidität und damit des Konkurses ausgesetzt.³⁰ Dieser Umstand sowie die mangelnden Überwachungsmöglichkeiten der Einleger führen zu einem risikoaversen Verhalten der Einleger und veranlassen diese, die Depositen sofort zurückzuziehen, wenn es zu negativen Informationen über den Wert von Anlagen einer Bank kommt („Bank Run informationsbasiert“). Sind diese Informationen symmetrisch verteilt, ist gegen eine solche Disziplinierungsmassnahme nichts einzuwenden. Bei asymmetrischer Informationsverteilung hingegen können Fehlentscheidungen der schlechter informierten Einleger zu ungerechtfertigten Depositenabzügen führen.³¹ „Since not all depositors are equally informed on the value of bank assets, it may happen that some commit errors in deciding when to run the bank“.³² Noch problematischer sind Schalterstürme, die einzig auf Panik unter den Einlegern im Sinn von „self-fulfilling prophecies“ zurückgehen („Bank Run panikbasiert“).³³ So kann ein einzelner Bankensturm panikartig auf andere, an sich gesunde Banken übergreifen und eine Bankenkrise verursachen. Zwar kann mit einer Einlageversicherung die Gefahr eines Bank Runs gelöst werden kann, aber es geht damit die wichtige Disziplinierungsfunktion der Einleger mittels Schaltersturm verloren, was die Banken zu erhöhtem Risiko verleitet.³⁴

Neben der ungenügenden Überwachung durch die Fremdkapitalgeber (Einleger) wird auch die mangelnde Unternehmenskontrolle durch die Eigenkapitalgeber (Aktionäre) aufgrund der im Vergleich zu anderen Industrien extrem niedrigen Eigenkapitalquote genannt und als Begründung für eine besondere Regulierung hervorgehoben.³⁵

Weiter kann ein *Marktversagen aufgrund negativer Externalitäten* (externer Effekte) einen grossen Einfluss auf die Stabilität und Effizienz einer Volkswirtschaft haben. Schwerwiegende negative Externalitäten entstehen, wenn sich einzelne Konkurse auf das ganze Bankensystem ausbreiten.³⁶ „Externe Effekte sind Wirkungen, die nicht in die Preisentscheidungsprozesse der Marktpartner einbezogen werden können“.³⁷ Die volkswirtschaftlichen Kosten der Liquiditätskrise einer Bank bzw. des daraus resultierenden Bank Runs und mögliche „Spill Over-Effekte“³⁸ auf andere Sektoren der Wirtschaft können nicht in die Preiskalkulation ein-

²⁹ Vgl. Stillhart 2002, S.131.

³⁰ Vgl. Stillhart 2002, S.137.

³¹ Vgl. Stillhart 2002, S.137.

³² Carletti 1999, S.4.

³³ Vgl. Zufferey 2000, S.79.

³⁴ Vgl. Stillhart 2002, S.140.

³⁵ Vgl. Zufferey 2000, S.81.

³⁶ Vgl. Boot 2001, S.2.

³⁷ Bernet 2003, S. 271.

³⁸ Ein anderes Wort für Spill Over-Effekt ist Ausstrahlungseffekt. Der Begriff beschreibt Auswirkungen, die eine Marktstörung auf anderen Märkten verursacht.

geschlossen werden, da sie sich objektiv nicht feststellen lassen.³⁹ Gemäss einer Studie des internationalen Währungsfonds hatten zwischen den Jahren 1980 und 1995 drei Viertel aller Währungsfondsmitglieder ernsthafte Krisen im Finanzsektor zu meistern. Eine Studie der Weltbank identifizierte 69 Länder mit Bankkrisen in den letzten 20 Jahren.⁴⁰ „The current crisis in a number of Asian economies are vivid illustrations of the danger of financial systems which are not properly regulated“.⁴¹ Auch wenn systemische Risiken materiell nicht greifbar sind, so muss doch festgehalten werden, dass die Existenz dieser Risiken vielleicht die wesentlichste Grundlage für die Regulierung und Aufsicht des Finanzbereichs darstellt.⁴²

Die genannten Ursachen von Marktversagen wirken im Rahmen der Finanzintermediation wechselseitig zusammen und können den Grad und die Auswirkungen von Marktineffizienzen verstärken.⁴³

Positive Ansätze zur Begründung der Regulierung und Aufsicht im Finanzbereich erweitern den normativen Ansatz durch die explizite Berücksichtigung *politischer Prozesse* bei der Festlegung von Regulierungsbestimmungen. Die konkrete Ausgestaltung von Regulierungsvorschriften ist in der Praxis kaum das Ergebnis objektiver und ökonomisch fundierter Kosten-Nutzen-Analysen, sondern Ausdruck eines politischen Entscheidungsprozesses, der auch Partikularinteressen politischer und staatlicher Institutionen, die direkt oder indirekt an der Definition und Umsetzung der Regulierungsbestimmungen beteiligt sind, widerspiegelt.⁴⁴ Im Rahmen dieser Arbeit wird nicht weiter auf die unterschiedlichen positiven Ansätze eingegangen.

„Die grundsätzliche Notwendigkeit bzw. ökonomische Rechtfertigung der Regulierung von Finanzdienstleistungsunternehmen ist unbestritten“.⁴⁵ Trotzdem sind in den letzten Jahren vermehrt Literaturbeiträge verfasst worden, die verschiedene Aspekte der Regulierung und Aufsicht im Finanzbereich kritisch beleuchten.⁴⁶ Die Meinungen der Wissenschaftsvertreter divergieren stark, insbesondere über das Ausmass von Marktversagen im Finanzsystem und über die Besonderheit der Regulierung von Banken im Gegensatz zu anderen Industrien. „Indeed, with the exception of capital requirements and field examinations to determine that these requirements have been met, there is no public-policy justification for regulating banks differently than other companies“.⁴⁷ Im Rahmen dieser Arbeit wird bloss auf diese Kritikpunkte hingewiesen, ohne sie einer genaueren Analyse zu unterziehen. Schliesslich soll noch darauf aufmerksam gemacht werden, dass in der wirtschaftspolitischen Praxis die Gefahr be-

³⁹ Vgl. Bernet 2003, S.271.

⁴⁰ Vgl. Davies 1998, S.3.

⁴¹ Davies 1998, S.3.

⁴² Vgl. Zufferey 2000, S.88.

⁴³ Vgl. Bernet 2003, S.272.

⁴⁴ Vgl. Bernet 2003, S.268.

⁴⁵ Zufferey 2000, S.11.

⁴⁶ Vgl. Llewellyn 1999, S.5.

⁴⁷ Benston 2003, S.33.

steht, bei Fällen von Marktversagen oft unkritisch und voreilig für eine Verlagerung von Aufgaben an den vermeintlich allwissenden Staat zu plädieren.⁴⁸

3.1.2 ZIELE DER REGULIERUNG UND AUFSICHT

Die Ziele der Regulierung und Aufsicht im Finanzbereich sind vielfältig und überlappen sich.⁴⁹

Grundsätzlich dient die Aufsicht der Gewährleistung von Sicherheit in den *drei Zielbereichen Individual-, Funktions- und Systemschutz*.

Auf der Mikroebene schützt die Aufsicht den Kunden von Finanzintermediären vor Kapitalverlust, unlauteren Geschäftspraktiken oder Ungleichbehandlung (*Gläubiger-, Einleger-, Anleger⁵⁰-, Versicherten- oder generell Individual-, Kunden- oder Konsumentenschutz*).⁵¹

Auf der Makroebene steht nicht mehr der Schutz der Individuen im Vordergrund, sondern die Stabilität des gesamten Finanzplatzes und das Vertrauen in diese Stabilität.⁵² Die Aufsicht hat das Funktionieren der Finanzmärkte zu garantieren (*Funktionsschutz*) und das Vertrauen in die Funktionsfähigkeit des Finanzsystems zu stärken (*Vertrauensschutz*). Vielfach werden die Begriffe Funktions- und Vertrauensschutz gleichbedeutend verwendet, da die Funktionsfähigkeit eines Finanzsystems in erster Linie auf dem Vertrauen beruht, das die Marktteilnehmer den Finanzintermediären entgegenbringen.⁵³ Teilweise werden auch Ruf- und Vertrauensschutz synonym verwendet. Der *Rufschutz* wahrt den Ruf und das Ansehen des Finanzplatzes, indem die Aufsicht verhindert, dass sich Finanzdienstleistungsanbieter an widerrechtlichen Geschäften ihrer Kunden beteiligen.⁵⁴ Sowohl der Vertrauens- als auch der Rufschutz beinhalten eine ethische Dimension der Aufsicht.⁵⁵ Trotz der leicht unterschiedlichen Sinngehalte von Funktions-, Vertrauens- und Rufschutz werden die Begriffe im Rahmen dieser Arbeit nicht weiter differenziert.

Schliesslich bezweckt die Aufsicht den *Systemschutz*, indem sie verhindern will, dass durch den Zusammenbruch einzelner Institute und der Finanzplatzinfrastruktur Flächenbrände und Kettenreaktionen (Domino- und Ansteckungseffekte, „Contagion“) auf den Finanzmärkten entstehen. Der Systemschutz versucht somit, systemische Risiken einzudämmen, welche die Funktionsweise substantieller Teile oder des gesamten Finanzsystems gefährden.⁵⁶

⁴⁸ Vgl. Hotz-Hart/ Mäder/ Vock 2001, S.80.

⁴⁹ Vgl. Zufferey 2000, S.35.

⁵⁰ Anleger sind im Gegensatz zu Einlegern Personen, die in Wertpapiere investieren und nicht bloss die Geldverwahrung nutzen; Vgl. Hubli 2004, S.7.

⁵¹ Vgl. Zufferey 2000, S.35.

⁵² Vgl. Hirszowicz 2003, S.241.

⁵³ Vgl. Bernet 2003, S.266.

⁵⁴ Vgl. Zufferey 2000, S.35.

⁵⁵ Vgl. Bernet 2003, S.277.

⁵⁶ Vgl. Zufferey 2000, S.35.

Wie erwähnt können die Zielbereiche nicht klar voneinander abgegrenzt werden. So lassen sich z.B. Einleger- und Systemschutz nicht streng trennen.⁵⁷ Ein guter Einlegerschutz kann die Einleger vor dem Konkurs eines Bankinstituts und den damit verbundenen Vermögensverlusten bewahren, zugleich auch eine Stabilisierung des gesamten Banksektors bewirken.

Die Gewichtung der unterschiedlichen Ziele hat sich im Laufe der Jahre verschoben. Während die Bankenaufsicht traditionell den Gläubigerschutz zum Ziel hatte, konzentriert sich die Aufsicht in der Schweiz heutzutage hauptsächlich auf den System- und Funktionsschutz.⁵⁸ Durch die zunehmende Vernetzung der Finanzintermediäre (Entwicklung globaler Informations-, Handels-, Abwicklungs- und Zahlungsverkehrssysteme) und die Veränderung des geopolitischen Umfelds der Finanzintermediäre gewinnen Aspekte wie Stabilität des Finanzplatzes sowie Verlass in diese Stabilität zunehmend an Bedeutung.

3.2 DER GESETZLICHE STATUS DES EFFEKTHÄNDLERS

3.2.1 BEGRIFF

Gemäss Art. 2 lit. d BEHG sind *Effekthändler* „natürliche und juristische Personen und Personengesellschaften, die gewerbsmässig für eigene Rechnung zum kurzfristigen Wiederverkauf oder für Rechnung Dritter Effekten auf dem Sekundärmarkt kaufen und verkaufen, auf dem Primärmarkt öffentlich anbieten oder selbst Derivate schaffen und öffentlich anbieten“.

Als *Effekten* gelten gemäss Art. 2 lit. a BEHG „vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Wertpapiere, nicht verurkundete Rechte mit gleicher Funktion (Wertrechte) und Derivate“. Gemäss den Ausführungsbestimmungen liegen vereinheitlichte und zum massenweisen Handel geeignete Effekten vor, wenn die Wertpapiere, Wertrechte oder Derivate in gleicher Struktur und Stückelung öffentlich angeboten oder bei mehr als 20 Kunden platziert werden und sofern sie nicht für einzelne Gegenparteien besonders geschaffen werden (Art. 4 der Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel, BEHV). Keine Effekten im Sinne des Börsengesetzes sind auf Kunden zugeschnittene („tailor made products“) und damit nicht zum massenweisen Handel geeignete Produkte.⁵⁹ Der Handel mit solchen nicht standardisierten⁶⁰ Produkten bedarf folglich keiner Effekthändlerbewilligung.

Derivate sind Finanzkontrakte, deren Wert von einer anderen Grösse abgeleitet wird, dem so genannten „Basiswert“. Nach Art. 5 BEHV können Vermögenswerte wie Aktien, Obligationen, Rohstoffe, Edelmetalle oder Referenzsätze wie Zinsen, Währungen und Indizes solche Basiswerte darstellen. Derivative Finanzinstrumente werden in Optionen (Traded Options,

⁵⁷ Vgl. Stillhart 2002, S.183.

⁵⁸ Vgl. Hirszowicz 2003, S.241.

⁵⁹ Vgl. Leibundgut 1999, S.18.

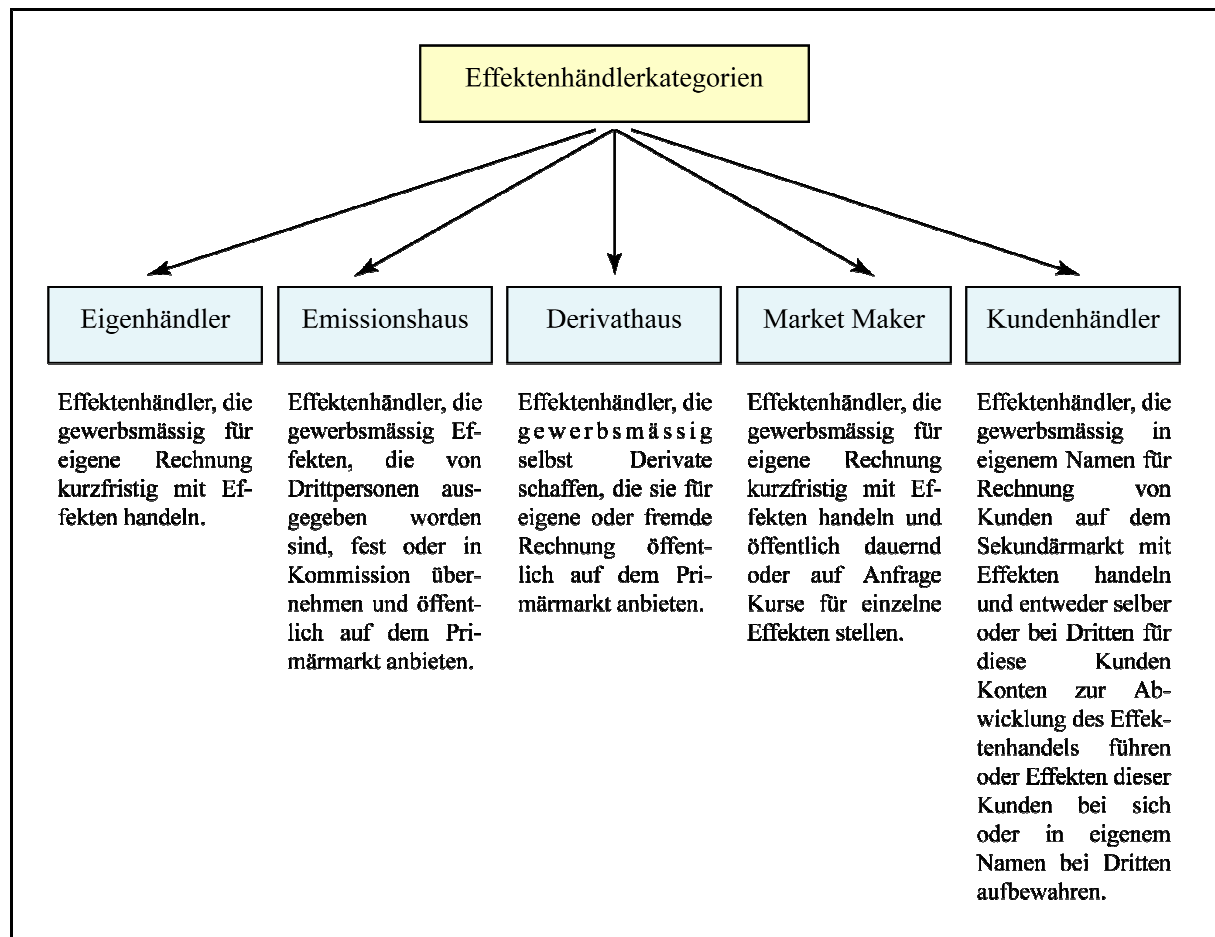
⁶⁰ Wenn einzelne Parameter flexibel bestimmbar sind, liegt keine Standardisierung vor. Dabei ist unbeachtlich, ob die Effekten kotiert sind oder ausserbörslich gehandelt werden; Vgl. Eidgenössische Bankenkommission 1998a, S.6.

Warrants) und Termingeschäfte (Futures, Forwards, Forward Rate Agreement, Swaps) unterteilt. Während börsengehandelte Derivate (Traded Options, Financial Futures sowie Warrants bzw. Optionsscheine) unter den Effektenbegriff fallen, muss jeweils im Detail abgeklärt werden, inwieweit dies auch für OTC⁶¹-Derivate gilt, da diese mehrheitlich speziell auf einzelne Kunden zugeschnitten sind. Devisen, Edelmetalle und andere Rohwaren (Commodities) werden vom Effektenbegriff nicht erfasst, während die davon abgeleiteten Instrumente (Derivate) jedoch als Effekten gelten.⁶²

3.2.2 KATEGORIEN

Art. 2 und 3 BEHV sowie ein Rundschreiben der EBK⁶³ konkretisieren die weite und offene Effekthändlerdefinition nach Art. 2 lit. d BEHG und definieren *fünf Effekthändlerkategorien* (Vgl. Abbildung 5).

Abbildung 5: Effekthändlerkategorien



Quelle: Eigene Darstellung.

⁶¹ Die Abkürzung OTC steht für „Over the Counter“ und bezeichnet Produkte/ Transaktionen, die ausserbörslich gehandelt werden.

⁶² Vgl. Wyss 2000, S.11f.

⁶³ Vgl. EBK-RS 98/2 (Effekthändler).

Gemäss Art. 3 Abs. 1 BEHV sind *Eigenhändler* „Effekthändler, die *gewerbsmässig*⁶⁴ für eigene Rechnung kurzfristig mit Effekten handeln“.

Natürliche und juristische Personen, die lediglich ihr eigenes Vermögen verwalten, handeln nicht gewerbsmässig im Sinne des Börsengesetzes. Als Eigenhändler werden u.a. Investmentgesellschaften⁶⁵ sowie Arbitrageure erfasst, die durch kurzfristiges Kaufen und Verkaufen auf eigene Rechnung Kursdifferenzen auf unterschiedlichen Märkten zu ihren Gunsten zu nutzen versuchen. Die Wahrnehmung von Clearing-Funktionen für Effektingeschäfte Dritter gilt ebenfalls als Handeln auf eigene Rechnung, sofern der Eigenhändler dabei das Risiko übernimmt. Wer Effekten zum Zweck einer Finanzanlage oder einer Beteiligungsnahme erwirbt (z.B. Holdinggesellschaften), handelt nicht kurzfristig und wird somit nicht als Eigenhändler qualifiziert. Da der Eigenhändler nur auf eigene Rechnung und im eigenen Namen handelt, hat er definitionsgemäss keine Kunden. Seine Unterstellung unter das Börsengesetz erfolgt daher nicht aufgrund des Anlegerschutzes, sondern rechtfertigt sich nur aus Gründen des Funktionsschutzes. Da die Funktionsfähigkeit des Marktes nur gefährdet werden kann, wenn ein beträchtliches Volumen an Effektenhandelstransaktionen ausgeführt wird, fällt daher nur derjenige Eigenhändler unter das Börsengesetz, der Effektingeschäfte im Umfang von mehr als fünf Mia. CHF brutto pro Jahr abwickelt.⁶⁶

Der Art. 3 Abs. 2 BEHV definiert *Emissionshäuser* als „Effekthändler, die *gewerbsmässig* Effekten, die *von Drittpersonen ausgegeben* worden sind, fest⁶⁷ oder in Kommission⁶⁸ übernehmen und *öffentlich* auf dem *Primärmarkt* anbieten“.

Die Legaldefinition zeigt, dass nur der Vertrieb von Effekten anderer Emittenten unter die Bestimmung fällt. Wenn eine Gesellschaft hingegen eigene Effekten ausgibt und diese dem Publikum öffentlich anbietet, ist lediglich die Prospektpflicht gemäss Art. 652a und Art. 1156 OR relevant.⁶⁹ Ein Angebot gilt als öffentlich, wenn es sich an unbestimmt Viele richtet, d.h. insbesondere durch Inserate, Prospekte, Rundschreiben oder elektronische Medien verbreitet wird.⁷⁰ Grundsätzlich regelt das Börsengesetz den Sekundärmarkt, wobei der Gesetzgeber

⁶⁴ Gewerbsmässig meint, dass das Effektingeschäft eine selbstständige und unabhängige wirtschaftliche Tätigkeit darstellt, die darauf ausgerichtet ist, regelmässige Erträge zu erzielen; Vgl. Eidgenössische Bankenkommision 1998a, S.2.

⁶⁵ Investmentgesellschaften handeln gewerbsmässig, da die Verwaltung ihres Anlagevermögens eine Dienstleistung darstellt, die zugunsten ihrer Aktionäre erbracht (und auch in Rechnung gestellt) werden; Vgl. Eidgenössische Bankenkommision 1998a, S.4.

⁶⁶ Vgl. Eidgenössische Bankenkommision 1998a, S.4.

⁶⁷ Bei einer Festübernahme verpflichtet sich das Emissionssyndikat, sämtliche Effekten zu platzieren. Das Platzierungsrisiko liegt nicht beim Emittenten, sondern beim Syndikat.

⁶⁸ Bei einer kommissionsweisen Platzierung beansprucht der Emittent lediglich die Bankinfrastruktur für die Entgegennahme von Zeichnungen und als Zahlstelle gegen Entgelt (Guichetkommision). Im Gegensatz zur Festübernahme trägt der Emittent das Platzierungsrisiko.

⁶⁹ Vgl. Leibundgut 1999, S.35.

⁷⁰ Angebote von Emissionshäusern, Derivathäusern und Market Maker gelten nicht als öffentlich, wenn sie sich ausschliesslich an folgende Personen richten: in- und ausländische Banken und Effekthändler oder andere staatlich beaufsichtigte Unternehmen, Aktionäre oder Gesellschafter mit einer massgebenden Beteiligung am Schuldner und mit ihnen wirtschaftlich und familiär verbundene Personen, institutionelle Anleger mit einer professionellen Tresorerie (z.B. Pensionskassen, Industrie- oder Handelsbetriebe, etc.). Werden bei einem öffentlichen Angebot Effekten bei weniger als 20 Kunden platziert, liegt trotzdem eine Tätigkeit als Emissions-

jedoch eine Ausnahme macht, indem er die Emissionshäuser dem Börsengesetz unterstellt und somit doch in den Primärmarkt eingreift.⁷¹ Vor Inkrafttreten des BEHG und der damit verbundenen Unterstellung galten die Emissionshäuser gemäss Art. 2a lit. c der Verordnung über die Banken und Sparkassen (BankV) als Banken (aufgehoben durch Art. 57 BEHV), was jedoch aufgrund ihrer Tätigkeit, die nicht dem klassischen Bankgeschäft entspricht, zu Wettbewerbsverzerrungen führte.⁷²

Derivathäuser sind gemäss Art. 3 Abs. 4 BEHV „Effekthändler, die gewerbsmässig selbst *Derivate schaffen*, die sie für *eigene oder fremde Rechnung öffentlich* auf dem *Primärmarkt* anbieten“.

Im Gegensatz zum Emissionshaus fällt nicht nur der Vertrieb von Effekten, sondern bereits das Schaffen von standardisierten Derivaten, sofern diese anschliessend öffentlich angeboten werden, unter die Effekthändlerdefinition. Wie bereits bei den Emissionshäuser greift die Börsengesetzgebung somit in den Primärmarkt ein.⁷³

Market Maker sind gemäss Art. 3 Abs. 4 BEHV „Effekthändler, die gewerbsmässig für eigene Rechnung *kurzfristig* mit Effekten handeln und *öffentlich* dauernd oder auf Anfrage *Kurse* für einzelne Effekten *stellen*“.

Diese Händlerkategorie stützt sich wie die Eigenhändlerdefinition auf die erste in Art. 2 lit. d BEHG erwähnte Variante („gewerbsmässig für eigene Rechnung zum kurzfristigen Wiederverkauf Effekten auf dem Sekundärmarkt kaufen oder verkaufen“). „Market Maker sind eine spezifische Form von Eigenhändlern: Sie handeln zwar auf eigene Rechnung, stellen jedoch gleichzeitig öffentlich Kaufs- (so genannter „Geldkurs“) und Verkaufskurse (so genannter „Briefkurs“)“.⁷⁴ Die Unterstellung unter eine staatliche Aufsicht rechtfertigt sich im Gegensatz zu den Eigenhändlern nicht nur aus Gründen des Funktionsschutzes, sondern auch aus Anlageschutzüberlegungen, da Drittpersonen involviert sind. Market Maker benötigen im Gegensatz zu Eigenhändlern, Emissions- und Derivathäusern auch dann eine Effekthändlerbewilligung, wenn sie nicht hauptsächlich im Finanzbereich tätig sind.⁷⁵ Unternehmen, deren Finanzabteilungen die Voraussetzungen als Market Maker erfüllen, müssen das Effekthandelsgeschäft folglich rechtlich verselbstständigen und eine Bewilligung als Effekthändler einholen (Art. 19 Abs. 2 BEHV).⁷⁶

Kundenhändler sind gemäss Artikel 3 Abs. 5 BEHV Effekthändler, die gewerbsmässig in *eigenem Namen für Rechnung von Kunden* auf dem *Sekundärmarkt* mit Effekten handeln und entweder *selber oder bei Dritten* für diese Kunden *Konten zur Abwicklung* des Effekten-

resp. Derivathaus vor. Wer Effekten ohne öffentliches Angebot bei weniger als 20 Kunden platziert, gilt hingegen nicht als Emissions- resp. Derivathaus; Vgl. Eidgenössische Bankenkommission 1998a, S.3-6.

⁷¹ Vgl. Hirszowicz 2003, S.287.

⁷² Vgl. Zufferey 1998, S.200.

⁷³ Vgl. Leibundgut 1999, S.35.

⁷⁴ Wyss 2000, S.21.

⁷⁵ Vgl. Leibundgut 1999, S.38.

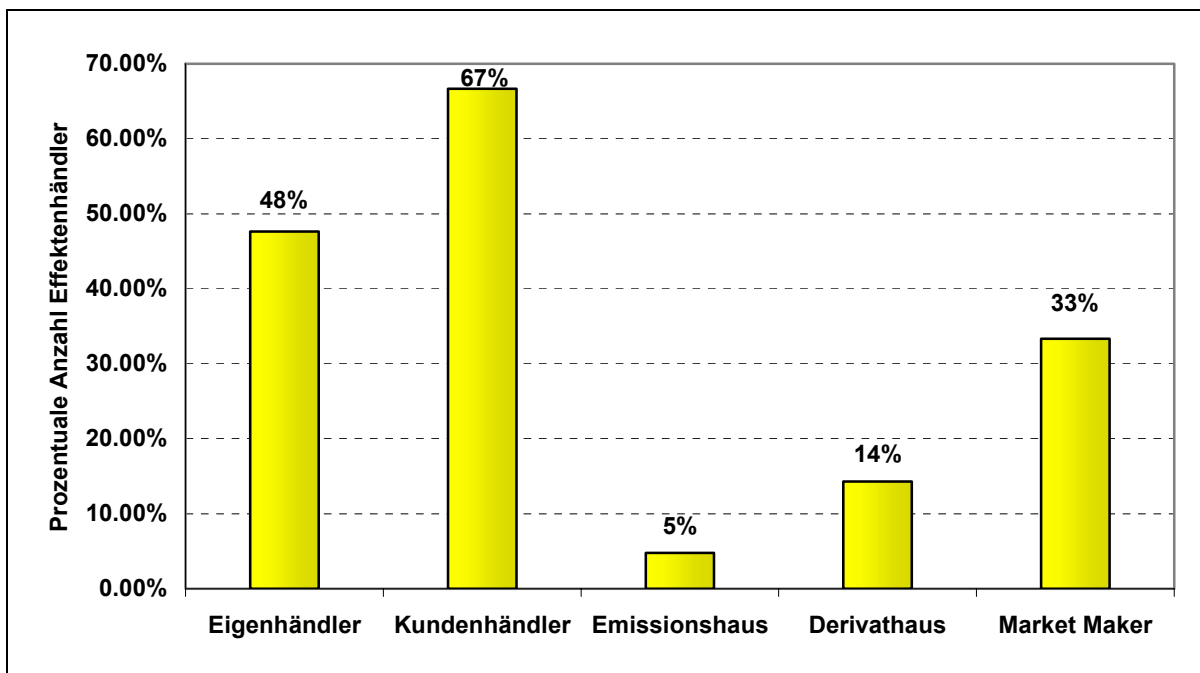
⁷⁶ Die Bestimmungen des Art. 19 Abs. 2 BEHV gelten auch für Kundenhändler.

handels führen (Kontoführung) oder Effekten dieser Kunden *bei sich oder in eigenem Namen bei Dritten aufbewahren* (Depotführung).

Der Kundenhändler tritt gegenüber Dritten definitionsgemäss in eigenem Namen auf. Das wirtschaftliche Risiko der von ihm getätigten oder in Auftrag gegebenen Effektengeschäfte trägt hingegen sein Kunde. Die Anforderungen an die Aufbewahrung von Effekten und Kontoführung sind erfüllt, wenn der Kundenhändler und sein Kunde einen Depot-, Konto- oder einen Treuhandvertrag abgeschlossen haben, und der Kundenhändler dadurch Aufbewahrer oder treuhändischer Eigentümer der jeweiligen Vermögenswerte wird bzw. aufgrund der tatsächlichen Tätigkeit eine entsprechende Rechtsgrundlage vorliegt.⁷⁷ Die detaillierte Definition in der Börsenverordnung dient insbesondere zur Abgrenzung der bewilligungspflichtigen Kundenhändler von den nicht unterstellten (bank-) unabhängigen oder externen Vermögensverwaltern (Vgl. Kapitel 3.4.1).⁷⁸

Jede Effekthändlerkategorie bedarf einer spezifischen Bewilligung. Es ist je nach gewünschten Tätigkeitsbereichen ohne weiteres möglich, diese zu kumulieren. Die Abbildung 6 veranschaulicht, dass rund 67% der befragten 21 Effekthändler eine Bewilligung als Kundenhändler⁷⁹ besitzen.

Abbildung 6: Verteilung der Effekthändlerbewilligungen auf die Effekthändler



Quelle: Eigene Darstellung.

⁷⁷ Vgl. Eidgenössische Bankenkommision 1998a, S.8.

⁷⁸ Vgl. Wyss 2000, S.22f.

⁷⁹ Davon verfügen 75% nur über diese Lizenz, während 25% zusätzlich eine Eigenhändlerbewilligung aufweisen.

48% der Effekthändler halten eine Eigenhändlerlizenz und 33% verfügen über eine Bewilligung als Market Maker⁸⁰ Die Kategorien Emissions- und Derivathaushalten spielen eine untergeordnete Rolle.

3.3 REGULIERUNG VON BANKEN UND EFFEKTHÄNDLERN IM VERGLEICH

3.3.1 ANLEHNUNG DES BÖRSEN- AN DAS BANKENGESETZ

Die Bewilligung und Überwachung von Effekthändlern sind grundsätzlich im BEHG geregelt. Sie sind nach dem Modell des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen (BankG), das die Tätigkeit der Banken regelt, aufgebaut worden, weil die meisten Banken ebenfalls im Effektingeschäft tätig sind.

„Il est frappant de constater combien les règles applicables aux négociants ont été configurées par large reprise du régime bancaire”.⁸¹ Die Methode der Anlehnung der Börsen- an die Bankengesetzgebung ist grundsätzlich dreifach: Erstens verweisen die Regulierungsbestimmungen der Effekthändler häufig direkt auf das Bankengesetz und die Bankenverordnung. Zweitens enthalten das Börsengesetz und die Börsenverordnung zum Teil Regulierungsvorschriften mit gleicher Formulierung oder gleichem Inhalt. Drittens verstärkt die EBK die Gemeinsamkeiten zwischen dem Bank- und Effekthändlerstatus, indem die meisten EBK-Rundschreiben bis auf wenige Ausnahmen für beide verbindlich gelten.⁸² Das EBK-Rundschreiben 97/2 (Banken-Rundschreiben und Effekthändler) regelt, welche Bankenrundschreiben auch auf Effekthändler anwendbar sind.⁸³

Das Banken- und das Börsengesetz sind als *Rahmengesetze* konzipiert, d.h. es werden nur die unerlässlichen Normen gesetzlich festgelegt. Die nötigen Ausführungsbestimmungen sind entweder in Verordnungen und Rundschreiben durch den Bundesrat, die Aufsichtsbehörde und die Übernahmekommission festgehalten oder werden mittels *Selbstregulierung* der Marktteilnehmer erlassen.⁸⁴

„L'autorégulation apporte aussi sa contribution à l'élaboration d'un régime commun”.⁸⁵ Die Selbstregulierung geschieht primär durch Standesregeln (Richtlinien oder Vereinbarungen), die von der Schweizerischen Bankiervereinigung als Dachorganisation des schweizerischen Bankgewerbes erlassen und von der EBK genehmigt und durchgesetzt werden.⁸⁶ Im Anhang zum EBK-Rundschreiben 04/2 werden die Selbstregulierungswerke aufgelistet. Sie sind

⁸⁰ Häufig findet sich die Kombination Eigenhändler- und Kundenhändlerlizenz oder Eigenhändlerbewilligung mit zusätzlicher Lizenz als Market Maker, Derivat- und/oder Emissionshaus.

⁸¹ Zufferey 1998, S.195.

⁸² Vgl. Zufferey 1998, S.195f.

⁸³ Die nachfolgenden Rundschreiben sind auf Nicht-Banken-Effekthändler nicht oder nur teilweise anwendbar: EBK-RS 72/1 (Privatbankiers), EBK-RS 93/1 (Bankengesetz/ Aktienrecht), EBK-RS 86/1 (Vorsorgegelder), EBK-RS 90/3 (Kassenliquidität), EBK-RS 96/3 (Revisionsbericht).

⁸⁴ Vgl. Hirszowicz 2003, S.288.

⁸⁵ Zufferey 1998, S.197.

⁸⁶ Vgl. Schweizerische Bankiervereinigung 2002/2003, S.13.

grundsätzlich für alle EBK-beaufsichtigten Finanzinstitute gültig und durch die Revisionsstellen zu prüfen, wobei die konkrete Anwendbarkeit der einzelnen Vorschriften auf Effekthändler von deren Geschäftsfeld abhängt.⁸⁷

Im Rahmen der Selbstregulierung der Börsen erlässt die SWX ein Mitgliederreglement, das die Zulassung der Effekthändler regelt. Das Selbstregulierungsregime der Börse verstärkt die Anlehnung des Effekthändlerstatus an das Bankenregime insofern, als sich die Zulassungsbestimmungen aufgrund der zahlenmässigen Überlegenheit der Banken im Vergleich zu den unabhängigen Effekthändlern an Ersteren orientieren.⁸⁸

3.3.2 VERGLEICH ALLGEMEINER BESTIMMUNGEN

In diesem Kapitel wird ein Vergleich allgemeiner Regulierungsbestimmungen vorgenommen, der die Gemeinsamkeiten und Unterschiede in der Zielsetzung der Regulierung, in der „gesetzlichen“ Tätigkeit und im Bewilligungs- und Revisionsverfahren untersucht. Die Tabelle 1 zeigt die wesentlichen Erkenntnisse der Gegenüberstellung im Überblick.

An dieser Stelle sei darauf hingewiesen, dass im Vergleich von Banken und Effekthändlern nur schweizerische Regulierungsbestimmungen ohne Verhältnis zum Ausland (z.B. Zulassung ausländischer Banken und Effekthändler, Amtshilfe, etc.) analysiert werden. Ebenfalls wird darauf verzichtet, übrige Regulierungsgebiete wie etwa das Berufsgeheimnis und im weitesten Sinne auch die Steuern, insbesondere die Mehrwertsteuerproblematik, näher zu betrachten.

⁸⁷ Ursprünglich regelte das EBK-RS 96/3 (Revisionsbericht) im Anhang I, welche Standesregeln der Schweizerischen Bankiervereinigung und des Schweizerischen Anlagfondsverbands verbindlich sind. Die Gemeinsamkeiten zwischen dem Bank- und Effekthändlerstatus wurden hier besonders deutlich, da bloss zwei der vierzehn SBVg-Standesregeln nicht auf Effekthändler ohne Bankstatus anwendbar waren.

⁸⁸ Vgl. Zufferey 1998, S.197.

Tabelle 1: Vergleich allgemeiner Bestimmungen

	Banken	Unabhängige Effekthändler
Ziel	Gläubiger-, System- und Funktionsschutz	Anleger- und Funktionsschutz
Tätigkeit	Öffentliche Entgegennahme von Publikumsseinlagen Zinsdifferenzgeschäft (Kredit- und Einlagegeschäft) Universalbankensystem (auch indifferentes Geschäft erlaubt)	Dürfen keine Publikumsseinlagen öffentlich entgegennehmen Zinsdifferenzgeschäft praktisch verwehrt (Dürfen zwar Kredite gewähren, jedoch Verzinsungsverbot auf Kundenkonti) Tätigkeit laut Gesetz: Eigenhändler, Market Maker, Emissionshaus, Derivathaus, Kundenhändler (Vgl. Kapitel 3.2.2)
Bewilligung	Gleicher Bewilligungsmechanismus, ähnliche Bewilligungsvoraussetzungen	
	Mindestkapital: 10 Mio. CHF Personelle Trennung VR und GL Journalführungspflicht nur für Banken mit Effekthändlerbewilligung	Mindestkapital 1.5 Mio. CHF Personelle Trennung VR und GL nicht vorgesehen Journalführungspflicht
Revision	Gleicher Revisionsmechanismus, Prüfgegenstand und Inhalt des Revisionsberichts grundsätzlich gleich, gleiche Prüffelder der internen und externen Revision	

Quelle: Eigene Darstellung.

Ziel der Regulierung und Aufsicht

Während das BEHG explizit den Anleger- und Funktionsschutz als Ziel nennt (Art. 1 BEHG), fehlt eine ausdrückliche Zielsetzung der Regulierung in älteren Gesetzen, zu denen auch die Bankengesetzgebung zählt. Das Anliegen des Gläubiger-, System- und Funktionsschutzes geht aber aus den gesetzlichen Rahmenbedingungen hervor.⁸⁹

Der Anlegerschutz soll verhindern, dass derjenige, der im Rahmen des börsenmässigen Handels Dienstleistungen bezieht, durch Händler, Emittenten und andere Investoren (Insider, Marktmanipulatoren) benachteiligt wird.

Im Unterschied zur Börsengesetzgebung liegt der Fokus der Bankengesetzgebung auf dem Schutz der Gläubiger, d.h. der Einleger der Bank, beim Zusammenbruch einer Bank.⁹⁰

Der Systemschutz bei Banken rechtfertigt sich mit den erheblichen Risiken, die der Zusammenbruch einer Bank auf substantielle Teile oder das gesamte Finanzsystem impliziert. Obwohl das BEHG den Systemschutz für Effekthändler nicht explizit erwähnt, ist nicht zu übersehen, dass auch der Kollaps eines grösseren Effekthändlers systemische Risiken birgt.⁹¹

⁸⁹ Vgl. Nobel 1997, S.20.

⁹⁰ Vgl. Hirszowicz 2003, S.141.

⁹¹ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

Tätigkeit

Das wohl wichtigste Abgrenzungskriterium zwischen dem Banken- und Effekthändlerstatus stellt die von den jeweiligen Instituten ausgeübte Tätigkeit dar.⁹²

Gemäss Art. 2a lit. a BankV gelten als *Banken* „Unternehmen, die *hauptsächlich im Finanzbereich tätig* sind und insbesondere *gewerbsmässig Publikumseinlagen entgegennehmen* oder sich *öffentlich* dafür empfehlen, um damit auf *eigene Rechnung* eine *unbestimmte Zahl von Personen oder Unternehmen*, mit denen sie keine wirtschaftliche Einheit bilden, auf irgendwelche Art zu *finanzieren*“ oder gemäss Art. 2a lit. b BankV „sich in erheblichem Umfang bei mehreren *nicht* massgebend *an ihnen beteiligten Banken refinanzieren*, um damit auf eigene Rechnung eine unbestimmte Zahl von Personen oder Unternehmen, mit denen sie keine wirtschaftliche Einheit bilden, auf irgendwelche Art zu finanzieren“.

Gemäss Art. 1 Abs. 2 BankG dürfen natürliche und juristische Personen, die diesem Gesetz nicht unterstehen, keine Publikumseinlagen gewerbsmässig entgegennehmen. Laut dem Art. 1 Abs. 3 lit. a BankG *unterstehen* „Börsenagenten und Börsenfirmer, die nur den Handel mit Wertpapieren und die damit unmittelbar im Zusammenhang stehenden Geschäfte betreiben, jedoch keinen Bankbetrieb führen“, d.h. *die unabhängigen Effekthändler, dem Bankengesetz nicht*.

Aus Art. 2a BankV geht hervor, dass der Gesetzgeber unter einer Bank grundsätzlich ein Unternehmen versteht, welches das klassische *Zinsdifferenzgeschäft* betreibt.⁹³ Somit ist das Regulierungsmodell der Banken stark auf das Kommerzgeschäft und die damit verbundene Risikobegrenzung ausgerichtet.⁹⁴ Das Universalbankensystem der Schweiz berechtigt jedoch Banken⁹⁵, im Unterschied zum US-amerikanischen Trennbankensystem sowohl im Zinsdifferenz- als auch im Effektingeschäft tätig zu sein. In der Schweiz nimmt die EBK die Oberaufsicht über Banken und Effekthändler wahr, ohne eine interne Subdivision für Effekthändler zu führen.⁹⁶ Die „Securities and Exchange Commission“ (SEC), die amerikanische Aufsichtsbehörde über den Wertpapierhandel, ist hingegen strikt von der US-Bankenaufsichtsbehörde getrennt. Die Aufgliederung der Aufsichtsbehörde muss nicht zwingend mit dem Trennbankensystem gekoppelt werden. In Deutschland z.B. wird trotz Universalbankensystem das Bundesamt für Kreditwesen vom Bundesamt für Wertpapierwesen unterschieden.⁹⁷

Die unabhängigen Effekthändler dürfen zwar Kredite (z.B. Lombardkredit) gewähren, unterliegen aber gemäss Art. 3a Abs. 3 lit. c BankV einem *Verzinsungsverbot* auf Kundenkonti (Kontokorrentguthaben), womit ihnen das Zinsdifferenzgeschäft verwehrt ist.⁹⁸ „Solche

⁹² Vgl. Zufferey 1998, S.199.

⁹³ Vgl. Hirszowicz 2003, S.147.

⁹⁴ Vgl. Glaus 2001a, o.S.

⁹⁵ Mit Ausnahme von spezialisierten Banken wie Kleinkreditbanken und Privatbankiers.

⁹⁶ Vgl. Zufferey 1998, S.201.

⁹⁷ Vgl. Nobel 1997, S.85.

⁹⁸ Durch die Verwehrung des Zinsdifferenzgeschäfts wird für die Effekthändler gewissermassen ein „Trennbankensystem“ geschaffen; Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

Kundenkonti dienen einzig dazu, die notwendige Liquidität zur Abwicklung des im Vordergrund stehenden Hauptgeschäftes zur Verfügung zu halten. Mit dem für derartige Gelder geltenden Verzinsungsverbot soll der rasche Umlauf und die betragsmässige Begrenzung solcher Gelder erreicht werden”.⁹⁹

Bewilligung

Der Bewilligungsmechanismus zur Aufnahme der Geschäftstätigkeit ist bei Banken und Effekthändlern identisch. Die Bewilligung wird durch die EBK erteilt, sofern die Bewilligungsvoraussetzungen erfüllt sind. Bei nachträglichen Änderungen der Bewilligungsvoraussetzungen dürfen Banken wie Effekthändler ihre Geschäftstätigkeit nur weiterführen, wenn sie die Genehmigung der Aufsichtsbehörde eingeholt haben.¹⁰⁰ Die Effekthändlerbewilligung ist in der Banklizenz nicht enthalten, so dass Banken, die als Effekthändler tätig sein wollen, zusätzlich eine Effekthändlerbewilligung benötigen.

Die Bewilligungsvoraussetzungen umfassen bei Banken wie Effekthändlern organisatorische, finanzielle und personelle Voraussetzungen.¹⁰¹

Die *organisatorischen* Voraussetzungen enthalten viele Gemeinsamkeiten zwischen den beiden Regimes. Sowohl Banken als auch Effekthändler haben den Geschäftsbereich in den Statuten, den Gesellschaftsverträgen oder den Reglementen sachlich oder geografisch genau zu umschreiben, die Grundzüge von Risikomanagement und -kontrolle zu regeln, für eine wirksame horizontale Funktionentrennung zwischen Vermögensverwaltung, Handel und Abwicklung zu sorgen, ein internes Kontrollsystem zu etablieren, eine interne und externe Revisionsstelle zu bestellen und die Leitung des Geschäfts von der Schweiz aus wahrzunehmen. Im Gegensatz zu den Banken ist die personelle vertikale Funktionentrennung zwischen Geschäftsführung und Oberleitung, Aufsicht und Kontrolle (Verwaltungsrat) bei den unabhängigen Effekthändlern nicht verlangt.¹⁰² Falls Banken im Effekthandel tätig sein wollen, sind auch sie zur Führung eines Journals verpflichtet.¹⁰³ Auf die Journalsführungspflicht der Effekthändler wird im Kapitel 3.3.3 eingegangen.

Die *finanziellen* Voraussetzungen unterscheiden sich stark, indem die Banken ein Mindestkapital von 10 Mio. CHF gegenüber 1.5 Mio. CHF bei unabhängigen Effekthändlern benötigen.¹⁰⁴

In *personeller* Hinsicht sind Banken und Effekthändler verpflichtet, für ausreichende Fachkenntnisse der Mitarbeiter zu sorgen sowie Gewähr zu bieten für eine einwandfreie Geschäftstätigkeit, der übrigens auch massgebende Aktionäre unterworfen sind.

⁹⁹ Eidgenössische Bankenkommission 1996, S.2.

¹⁰⁰ Vgl. Hirszowicz 2003, S.300.

¹⁰¹ Vgl. Zobl 2002, S.39-45.

¹⁰² Vgl. Art. 3ff. BankG und Art. 4ff. BankV; Art. 10 BEHG und Art. 17ff. BEHV.

¹⁰³ Vgl. Zufferey 1998, S.210.

¹⁰⁴ Vgl. Art. 4 BankV; Art. 22 BEHV.

Revision

Der Revisionsmechanismus unterstreicht die Gemeinsamkeiten zwischen der Regulierung von Banken und Effekthändlern, da er in beiden Regimes gleich konzipiert ist.

Die Bewilligungsvoraussetzungen sind nicht nur beim Bewilligungsantrag, sondern dauernd zu erfüllen. Deren Einhaltung wird nicht von der EBK direkt überprüft, sondern gemäss dem schweizerischen Milizsystem von privatrechtlichen Treuhand- und Revisionsgesellschaften. Diese indirekte Überprüfung wird „Off-Side-Überwachung“ genannt bzw. die Aufteilung auf zwei Institutionen auch als „dualistisches System“ bezeichnet.¹⁰⁵ Banken und Effekthändler sind somit verpflichtet, sich fortlaufend einer Überprüfung durch eine gesetzlich anerkannte externe Revisionsstelle zu unterziehen.¹⁰⁶

Die Revisionsstellen erstatten der Bankenkommission über die Ergebnisse ihrer Prüfung Bericht (Revisionsbericht¹⁰⁷) und werden deshalb vielfach auch als deren „verlängerter Arm“ bezeichnet.¹⁰⁸ Für den Prüfgegenstand und den Inhalt des Revisionsberichts gelten die Artikel der Bankverordnung grundsätzlich auch für Effekthändler.¹⁰⁹ Die EBK-Studie zum Umfang der Revisionsarbeiten bei Banken und Effekthändlern und Aussagen von Interviewpartnern zeigen, dass die Prüffelder der externen und internen Revision¹¹⁰ für beide Regimes übereinstimmen.

Die interne Revision bildet eine eigenständige Einheit, die von der laufenden Geschäftstätigkeit unabhängig ist und das oberste Geschäftsführungs- und Aufsichtsorgan des Finanzinstituts in seinen Kontrollaufgaben unterstützt. Sie unterbreitet der externen Revisionsstelle ihren Bericht und erteilt Letzterer alle Auskünfte, die diese zur Erfüllung der Prüfpflicht benötigt.¹¹¹ Sowohl Banken als auch Effekthändler sind zur Bestellung einer internen Revisionsstelle verpflichtet.¹¹² Die Bankenkommission kann in begründeten Einzelfällen Banken und Effekthändler von dieser Verpflichtung befreien.¹¹³ Da die meisten Effekthändler nicht die erforderliche Grösse für eine interne Revisionsstelle aufweisen, wird in der Praxis häufig eine von der externen Revisionsstelle unabhängige Revisionsgesellschaft als so genannte „interne Revisionsstelle“ eingesetzt.¹¹⁴

Das aktienrechtliche Revisionsverfahren wird im Rahmen dieser Arbeit nicht weiter behandelt.

¹⁰⁵ Vgl. Hirszowicz 2003, S.247.

¹⁰⁶ Vgl. Art. 18ff. BankG und Art. 35ff. BankV; Art. 17ff. BEHG und 30ff. BEHV.

¹⁰⁷ Vgl. Art. 43-47 BankV; EBK-RS 96/3 (Revisionsbericht).

¹⁰⁸ Vgl. Hirszowicz 2003, S.250.

¹⁰⁹ Vgl. Art. 8 BEHV-EBK.

¹¹⁰ Die Prüffelder umfassen: Planung/Risikobeurteilung; Prüfung Zinsdifferenzgeschäft; Prüfung Kommissions-/Dienstleistungsgeschäft; Prüfung Handel; Prüfung Übrige Geschäfte; Prüfung Informatik; Prüfung Jahres- und Konzernrechnung; Bankengesetzliche Berichterstattung, Spezialrevisionen.

¹¹¹ Vgl. Gasser 1998, S.2.

¹¹² Vgl. Art. 40a BankV; Art. 20 Abs. 2 BEHV; EBK-RS 95/1 (Interne Revision) und SBVg-Richtlinien betreffend Konzept und Aufbau der internen Revision bei Banken (auch für Effekthändler relevant).

¹¹³ Vgl. Art. 20 Abs. 3 BEHV; EBK-RS 95/1 (Interne Revision).

¹¹⁴ Vgl. Glaus 2002, S.7.

3.3.3 VERGLEICH SPEZIELLER REGULIERUNGSGEBIETE

In der Vergleichsstudie über die Börsen- und Verwaltungsbanken ist im Fragebogen eine Unterteilung in sieben spezielle Regulierungsgebiete nach materiellen¹¹⁵ Gesichtspunkten durch eine siebenköpfige Expertengruppe¹¹⁶ vorgenommen worden (Vgl. Tabelle 2). Diese Unterteilung wurde aus Gründen der Vergleichbarkeit in der vorliegenden Studie unverändert übernommen. Die ausgewählten Regulierungsgebiete widerspiegeln die Geschäftsbesonderheiten der Börsen- und Verwaltungsbanken, die wie eine bedeutende Anzahl der Effekthändler vor allem in der Vermögensverwaltung tätig sind.

Die Regulierungsbestimmungen gelten grundsätzlich gleichermassen für alle Effekthändlerkategorien. Somit untersteht z.B. auch ein Eigenhändler der Geldwäschereigesetzgebung, obwohl er definitionsgemäss keine Kunden besitzt. In der Praxis wird das Gesetz sinngemäss umgesetzt, d.h. die Überprüfung der Geldwäschereibestimmungen auf die Handelsgegenparteien¹¹⁷ beschränkt.¹¹⁸

Die Vorschriften der Regulierungsgebiete Finanzanalyse, Vermögensverwaltungsaufträge und Fondsvertrieb sind selbstverständlich nur relevant, wenn die entsprechenden Tätigkeiten tatsächlich ausgeübt werden. So werden beispielsweise nur wenige unabhängige Effekthändler ein eigenes Research betreiben und damit den Bestimmungen im Bereich der Finanzanalyse unterworfen sein.¹¹⁹ Im Folgenden werden die speziellen Regulierungsgebiete mit ihren wichtigsten Erlassen kurz erklärt und die jeweiligen Regulierungsbestimmungen auf Gemeinsamkeiten bzw. Unterschiede zwischen Banken und Effekthändlern überprüft.

¹¹⁵ Neben der materiellen Gliederung können die Regulierungsnormen nach der Erlassform (Bundesgesetz, Verordnung, etc.) oder nach der erlassenden Instanz (Staatliche Regulierung, Selbstregulierung, etc.) unterteilt werden.

¹¹⁶ Mitglieder der Expertengruppe: Yvan Chappuis, Chief Compliance Officer Union Bancaire Privée; Michel Dérobert, Geschäftsführer und Delegierter der Vereinigung Schweizerischer Privatbankiers; Michel Destraz, Vorsitzender der Geschäftsleitung Arzi Bank AG; Martin Fischer, Leiter Compliance, Risikomanagement Maerki Baumann & Co. AG; Raffaele Martinelli, Banca del Ceresio; Dr. Franco Taisch, Chief Legal Officer Julius Bär & Co. AG; Elmar Zumbühl, Mitarbeiter des Chief Legal Officer Julius Bär & Co. AG.

¹¹⁷ Bei einer zentralen Gegenpartei (Börse) können die Geldwäschereibestimmungen zum Teil ganz vernachlässigt werden. Bei OTC-Geschäften sind die Geldwäschereibestimmungen von grösserer Bedeutung, da mehrere Handelsgegenparteien überprüft werden müssen; Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

¹¹⁸ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

¹¹⁹ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

Tabelle 2: Vergleich spezieller Regulierungsgebiete

Regulierungsgebiet und Kurzbezeichnung	Vergleich der Regulierungsgebiete bei Banken und Effekthändler	Auswahl aus den wichtigen Vorschriften und Gesetzesartikeln
Geldwäscherei, Sorgfaltspflicht, VSB, Terrorismusfinanzierung Geldwäschereiprävention	gleiche Regulierung	Geldwäschereigesetz (GwG), EBK-Geldwäschereiverordnung (GwV-EBK), Art. 305 ^{bis} StGB (Geldwäscherei), Art. 305 ^{ter} StGB (Mangelnde Sorgfalt bei Finanzgeschäften und Melderecht), Art. 260 ^{quinquies} StGB (Terrorismusfinanzierung), Vereinbarung über die Standesregeln zur Sorgfaltspflicht der Banken (VSB 03)
Unabhängigkeit der Finanzanalyse Finanzanalyse	gleiche Regulierung	SBVg-Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse (2003)
Marktverhalten, Effekthändler, Journalführung, Insidergeschäfte, Kursmanipulationen Marktverhalten	gleiche Regulierung	Art. 11 BEHG, SBVg-Verhaltensregeln für Effekthändler (1997), Entwurf des EBK-RS Marktverhaltensregeln (Marktverhalten); Art. 15 BEHG (Journalführung), EBK-Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel (BEHV-EBK), EBK-RS 96/6 (Effektenjournal); Art. 161 StGB (Insidergeschäfte); Art. 161 ^{bis} StGB (Kursmanipulationen)
Risikomanagement (Markt-, Kredit-, Zinsrisiken) Risikomanagement	gleiche Regulierung	Art. 21ff. BankV, Art. 13 und 14 BEHG, Art. 26 und 29 BEHV, EBK-RS 99/1 (Zinsrisiko), EBK-RS 96/3 (Revisionsbericht), SBVg-Richtlinien für das Risikomanagement im Handel und bei der Verwendung von Derivaten (1997), SBVg-Richtlinien für das Management des Länderrisikos (1997)
Vermögensverwaltungsaufträge Vermögensverwaltungsaufträge (VV-Aufträge)	gleiche Regulierung	SBVg-Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge (2003), Kollektive Verwaltung: Anlagevorschriften gemäss Anlagefondsgesetz (AFG), BVG, Individuelle Verwaltung: Art. 11 BEHG (Verhaltensregeln), SBVg-Verhaltensregeln für Effekthändler (1997)
Fondsvertrieb Fondsvertrieb	ähnliche Regulierung	AFG, Anlagefondsverordnung des Bundesrates (AFV), Anlagefondsverordnung der EBK (AFV-EBK), EBK-RS 96/5 (Trennung von Fondsleitung und Depotbank), EBK-RS 98/3 (Anerkannte Rating-Agenturen), EBK-RS 03/1 (Öffentliche Werbung/Anlagefonds), Richtlinien für den Fondsvertrieb des Schweizerischen Anlagefondsverbands
Eigenkapital, Liquidität, Rechnungslegung, Klumpenrisiken, Meldewesen an SNB, EBK und SWX Eigenkapital	ähnliche Regulierung	Art. 4 BankG, Art. 4 und 11ff. BankV, 13-13b BankV, Art. 12 und 14 BEHG, Art. 22 und 29 BEHV, EBK-RS 97/1(Eigenkapital); Art. 4 BankG, Art. 15ff. BankV, NBG und NBV, EBK-RS 90/3, EBK-RS 97/2 (Liquidität); Art. 6 BankG, Art. 23ff. BankV, Art. 16 BEHG, Art. 29 BEHV, RRV-EBK (Rechnungslegung); Art. 4 ^{bis} BankG, Art. 21-22 BankV, Art. 29 BEHV (Klumpenrisiken); Art. 15 BEHG, Art. 2ff. BEHV-EBK, EBK-RS 92/1, EBK-RS 99/3, etc. (Meldewesen)

Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Hubli 2004, S.29.

Geldwäschereiprävention

Das Regulierungsgebiet „Geldwäschereiprävention“ unterstreicht die Gemeinsamkeiten zwischen der Regulierung von Banken und unabhängigen Effekthändlern. Beide unterstehen gemäss Art. 2 Abs. 2 der Geldwäschereigesetzgebung (GwG) vom 10. Oktober 1997 und haben somit die Sorgfaltspflichten laut Geldwäschereigesetz einzuhalten. Sie werden nicht wie die übrigen Finanzintermediäre durch die Kontrollstelle oder indirekt durch die Selbstregulierungsorganisation (SRO) beaufsichtigt, sondern durch die EBK, als spezialgesetzliche Aufsichtsbehörde im Geldwäschereibereich.¹²⁰

„Geldwäscherei“ bedeutet, die kriminelle Herkunft von Geldern zu verschleiern und diese unbemerkt in den legalen Wirtschaftskreislauf einfliessen zu lassen.¹²¹ Bei der Terrorismusfinanzierung hingegen handelt es sich oft um legal erworbene Gelder zur Finanzierung eines terroristischen Aktes. Im Unterschied zur Geldwäscherei handelt es sich meist um relativ geringfügige Beiträge, z.B. Unterhaltsbeiträge an „Studenten“.¹²²

Die grundlegenden Sorgfaltspflichten laut Gesetz und Geldwäschereiverordnung der EBK¹²³ (GwV-EBK) umfassen grob die Identifikation des Vertragspartners (Know-Your-Customer-Regel), allenfalls die Feststellung des wirtschaftlich Berechtigten und eine Abklärungspflicht bei ungewöhnlichen Transaktionen oder bei Verdacht auf Geldwäscherei oder Terrorismusfinanzierung, eine Dokumentationspflicht, organisatorische Massnahmen und eine Meldepflicht an die Meldestelle der Geldwäscherei bei begründetem Verdacht auf Geldwäscherei (strafbare Handlungen gemäss Art. 305^{bis} StGB) bzw. Terrorismusfinanzierung (Art. 260^{quinquies} StGB) mit anschliessender Vermögenssperre und Geheimhaltungspflicht gegenüber dem Kunden. Durch die SBVg-Sorgfaltspflichtvereinbarungen (VSB 03) werden im Rahmen der Selbstregulierung die Sorgfaltspflichten konkretisiert, die sowohl für Banken als auch Effekthändler verbindlich gelten.¹²⁴

Finanzanalyse

Auch die Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse ergeben Gemeinsamkeiten, da sie sowohl für in der Finanzanalyse tätigen Banken und Effekthändler allgemeinverbindliche Standards definieren, deren Überprüfung Gegenstand der bankengesetzlichen Revision bildet.¹²⁵ Die Hauptzielsetzung der Richtlinien fokussiert auf die Eingrenzung von Interessenskonflikten im Bereich der Finanzanalyse.

¹²⁰ Vgl. Hirszowicz 2003, S.354f.

¹²¹ Vgl. Schweizerische Bankiervereinigung, Homepage.

¹²² Vgl. Roth 2003b, S.3.

¹²³ Ersetzt das EBK-Rundschreiben 98/1 (Geldwäscherei) vom 26. März 1998.

¹²⁴ Allerdings unterliegen die Banken schärferen Sanktionen, indem sie als Mitunterzeichner der VSB 03 unter Umständen zusätzliche Massnahmen (interne Untersuchung, Bussen) durch die Bankiervereinigung zu gewärtigen haben; Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

¹²⁵ Vgl. Staub 2003, o.S.

Inhaltlich werden primär drei Stossrichtungen zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse verfolgt. Erstens enthalten die Richtlinien Regeln, die „Chinese Walls“ zwischen der Finanzanalyse und anderen Bereichen (z.B. Wertschriftenhandel, Investment Banking) vorsehen, ohne das Research juristisch auszugliedern. Die Finanzanalyse wird dabei organisatorisch, funktional und hierarchisch von den anderen Bereichen getrennt, wobei zwischen dem Research und den anderen Bereichen keine privilegierten Informationen fließen dürfen, die nicht gleichzeitig dem Kunden zur Verfügung stehen. Zweitens werden den Finanzanalysten der Erwerb und die Veräusserung von selbst analysierten Titeln generell verboten. Schliesslich enthalten die Richtlinien Bestimmungen, wonach die Entlohnung von Finanzanalysten nicht mit dem Erfolg mehrerer spezifischer Transaktionen des Investment Bankings bzw. Wertschriftenhandels gekoppelt werden darf.¹²⁶

Marktverhalten

Sowohl Banken mit Effekthändlerbewilligung als auch unabhängige Effekthändler haben im Rahmen ihrer Tätigkeit spezifische Marktverhaltensregeln gemäss Art. 11 BEHG einzuhalten. Die Verhaltensregeln umfassen die Informations-, die Sorgfalts- und die Treuepflicht. Erstere beinhaltet die Verpflichtung, den Kunden auf die mit einem bestimmten Geschäft verbundenen Risiken¹²⁷ hinzuweisen. Im Rahmen der Sorgfaltspflicht ist sicherzustellen, dass die Aufträge der Kunden bestmöglich erfüllt werden, und diese die Abwicklung der Geschäfte nachvollziehen können. Die Treuepflicht gewährleistet, dass allfällige Interessenskonflikte den Kunden nicht benachteiligen. Im Rahmen der Selbstregulierung werden diese Verhaltensregeln durch die „Richtlinien für Effekthändler bei der Durchführung des Effekthandelsgeschäftes“ der Schweizerischen Bankiervereinigung konkretisiert.

Zudem ist jede Unternehmung, die über eine Effekthändlerbewilligung verfügt, gemäss Art. 15 BEHG verpflichtet, ein Journal in vereinheitlichter und standardisierter Form zu führen. Im Rahmen der Journalsführungspflicht werden alle valorenmässig geführten Effekten erfasst, die an einer Börse im In- oder Ausland zum Handel zugelassen sind oder an einem geregelten, dem Publikum offen stehenden Markt gehandelt werden.¹²⁸ Die Verordnung der EBK über die Börsen und den Effekthandel (BEHV-EBK) sowie das EBK-Rundschreiben 96/6 (Effektenjournal) enthalten die Detailbestimmungen in Bezug auf die Anforderung, den Inhalt und die Aufbewahrung des Journals. Inhaltlich wird im Journal insbesondere zwischen eingegangenen Aufträgen und getätigten Abschlüssen unterschieden.

Weiter gelten für Unternehmen mit Effekthändlerbewilligung strafrechtliche Bestimmungen des Insiderhandels (Art. 161 StGB) und der Kursmanipulation (Art. 161^{bis} StGB). Unter Insiderhandel wird das Ausnutzen von Informationsvorsprüngen zur Erlangung von Vermögensvorteilen an der Börse verstanden, während man als Kursmanipulation die betrü-

¹²⁶ Vgl. Schweizerische Bankiervereinigung 2002/2003, S.14.

¹²⁷ Eine Broschüre der Schweizerischen Bankiervereinigung zeigt im Sinne der erwähnten Informationspflicht die besonderen Risiken im Effekthandel auf; Vgl. Schweizerische Bankiervereinigung 2001, S.1-36.

¹²⁸ Vgl. Hangartner 2002, S.13.

gerischen Machenschaften zur Erzielung eines falschen Börsenkurses bezeichnet.¹²⁹ Der Entwurf des EBK-Rundschreibens „Marktmissbrauchsregeln“ vom Dezember 2003, der bis am 15. März 2004 in Vernehmlassung gewesen ist, sieht vor, den Insiderhandel, Marktmanipulationen sowie andere marktmissbräuchliche Verhaltensweisen (z.B. Kursschnitt¹³⁰, „Front Running“¹³¹, „Snake Trading“¹³², etc.), die aus verwaltungs-, d.h. aufsichtsrechtlicher Sicht unzulässig sind, zu ahnden und spezifische Organisationspflichten zu formulieren.¹³³

Im Bereich des Marktverhaltens sind somit unabhängige Effekthändler gleich reguliert wie Banken mit Effekthändlerbewilligung.

Risikomanagement

Laut Börsengesetz hat der Effekthändler seine Risiken auf konsolidierter Basis angemessen zu verteilen. Er hat wie die Banken¹³⁴ insbesondere Markt-, Kredit-, Ausfall-, Abwicklungs-, Liquiditäts- und Imagerisiken sowie operationelle und rechtliche Risiken zu erfassen, zu begrenzen und zu überwachen.¹³⁵ Die Börsenverordnung verweist mit dem Art. 29 BEHV direkt auf die Bankengesetzgebung und erklärt die Risikoverteilungsvorschriften der Bankverordnung (Art. 21 ff.) auch für Effekthändler als relevant, wobei die EBK in begründeten Einzelfällen Erleichterungen gewährt oder Verschärfungen anordnet. Somit gelten sowohl für Banken als auch für unabhängige Effekthändler einmal mehr die gleichen Regulierungsbestimmungen.¹³⁶

Im Bereich des Risk-Reporting sind quantitative und qualitative Angaben zur Risikolage und zum Risikomanagement im Revisionsbericht und im Anhang zur Jahresrechnung anzugeben. Zur Quantifizierung von Marktrisiken im Handelsbereich gilt die Value at Risk-Methode generell als „Best Practice“.¹³⁷ Die Kredit- und Zinsrisiken spielen bei Effekthändlern aufgrund ihres Geschäftsmodells eine untergeordnete Rolle. Deshalb ist auch das EBK-Rundschreiben 99/1 (Zinsrisiko) nicht auf Effekthändler anwendbar, sofern sie keine wesentlichen Zinsrisiken ausserhalb des Handelsbuches eingehen.

Die Richtlinien der Schweizerischen Bankiervereinigung für das Risikomanagement im Handel und bei der Verwendung von Derivaten und die SBVg-Richtlinien für das Management des Länderrisikos gelten sowohl für Banken als auch für Effekthändler und enthalten

¹²⁹ Vgl. Hirszowicz 2003, S.374f.

¹³⁰ Die Abrechnung eines vom tatsächlich erzielten Abschlusskurs abweichenden Preises wird als Kursschnitt bezeichnet; Vgl. Eidgenössische Bankenkommission 2003a, S.8.

¹³¹ Unter Front Running versteht man das Ausnutzen der Kenntnis von Kundenaufträgen zur vorgängigen, parallelen oder unmittelbar danach anschliessenden Durchführung von gleichlautenden Eigengeschäften; Vgl. Eidgenössische Bankenkommission 2003a, S.8.

¹³² Unter Snake Trading versteht man das systematische Durchsuchen der Auftragsbücher nach Bestens-Aufträgen in Effekten, für welche keine Geld- bzw. Briefkurse bestehen, um alsdann je nachdem Geld- oder Briefkurse zu stellen, die erheblich von marktkonformen Preisen abweichen; Eidgenössische Bankenkommission 2003a, S.8.

¹³³ Vgl. Eidgenössische Bankenkommission 2003a, S.2.

¹³⁴ Vgl. Art. 9 Abs. 2 BankV.

¹³⁵ Vgl. Art. 26 BEHV.

¹³⁶ Vgl. Zufferey 1998, S.210.

¹³⁷ Vgl. STG-Coopers & Lybrand 1997, S.43.

Prinzipien zur Bewertung, Messung und Begrenzung von Risiken sowie Informationsgrundsätze für das Risk-Reporting.

Vermögensverwaltungsaufträge

Sowohl Banken als auch Effekthändler, die in der Vermögensverwaltung tätig sind, nehmen Gelder von Kunden treuhänderisch entgegen und verwalten sie aufgrund eines Vermögensverwaltungsauftrages im eigenen Namen, aber auf Rechnung und Gefahr des Kunden. Der Vermögensverwaltungsauftrag ist als solcher gesetzlich nicht geregelt. Er gilt als so genannter „Innominatvertrag“ und ist als gemischter Auftrag (Normen über den Auftrag, Bestimmungen über die Kommission, Bestimmungen über den Hinterlegungsvertrag und Vollmachten) qualifiziert.¹³⁸ Der durch den Vermögensverwaltungsauftrag Bevollmächtigte verwaltet die Vermögenswerte in wirtschaftlicher (Verwaltung) und meist auch in technischer Hinsicht (Depot) gegen Entgelt, wobei er die Anlageentscheidungen selbständig, ohne Einzelabstimmung, im Rahmen der mit dem Kunden vereinbarten Anlagegrundsätzen vornehmen kann.¹³⁹ Die kollektive Vermögensverwaltung (Altersvorsorge, Anlagefonds) ist im Unterschied zur individuellen Vermögensverwaltung stärker reguliert (Anlagevorschriften der Beruflichen Vorsorge und des Anlagefondsgesetzes). Die individuelle Vermögensverwaltung ist insbesondere durch die bereits erwähnten Verhaltensregeln für Effekthändler (Informations-, Sorgfalts- und Treuepflicht gemäss Art. 11 BEHG) und die SBVg-Verhaltensregeln für Effekthändler bei der Durchführung des Effektenhandelsgeschäfts geregelt.¹⁴⁰

In der Vermögensverwaltung nehmen die Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge der Schweizerischen Bankiervereinigung vom 18. September 2003 einen wichtigen Stellenwert ein. Die allgemeinverbindlichen Standesregeln enthalten z.B. Bestimmungen über die Schriftlichkeit des Vermögensverwaltungsvertrages sowie über eine angemessene Organisation, Vorschriften zur Vermeidung von Klumpenrisiken und Anlagen in leicht handelbare Titel.¹⁴¹

Die Regulierung im Bereich der Vermögensverwaltungsaufträge unterstreicht einmal mehr die Gemeinsamkeiten zwischen dem Bank- und Effekthändlerstatus.

Fondsvertrieb

Gesetzliche Grundlage für das Fondsgeschäft in der Schweiz bildet das Bundesgesetz über die Anlagefonds vom 18. März 1994 (AFG). Effekthändler, die im Fondsvertrieb tätig sind, unterstehen wie Banken dem Anlagefondsgesetz. Das AFG regelt unter anderem den Kollektivanlagevertrag, Mindestinhalte des Fondsreglements, die bewilligungspflichtigen Tätigkei-

¹³⁸ Vgl. Auckenthaler 2004, o.S.

¹³⁹ Vgl. Volken 2000, S.5.

¹⁴⁰ Vgl. Rabian 2002, S.3f.

¹⁴¹ Vgl. Kraye 2002, S.7.

ten (Fondsleitung, Depotbank, Vertriebssträger¹⁴²), die Abgrenzung zwischen der Fondsleitung und der Depotbank, Anforderungen an das Reporting zuhanden des Anlegers und unterteilt Anlagefonds in die drei Kategorien Effektfonds, Immobilienfonds und übrige Fonds mit jeweils unterschiedlichen Anlagevorschriften.¹⁴³ Sowohl unabhängige Effekthändler wie Banken können Vertriebssträger sein und sind somit den gleichen Regulierungsbestimmungen unterworfen. Unabhängige Effekthändler können jedoch im Unterschied zu Banken nicht als Depotbanken¹⁴⁴ tätig sein. Die Ausübung der Fondsleitungstätigkeit¹⁴⁵ ist sowohl Banken als auch Effekthändlern untersagt.

Die Führung von bankinternen Sondervermögen ist den Effekthändlern im Unterschied zu den Banken verwehrt.¹⁴⁶ Das bankinterne Sondervermögen kann als ein Vermögen umschrieben werden, das ohne öffentliche Werbung von einer Bank zur kollektiven Verwaltung von Vermögen bestehender Kunden aufgebracht und gesondert nach den Bestimmungen des für das bankinterne Sondervermögen erstellten Reglements verwaltet wird.¹⁴⁷ Im Zuge der Revision des Anlagefondsgesetzes soll auch Effekthändlern die Verwaltung solcher Sondervermögen gestattet werden.¹⁴⁸

Das AFG ist als Rahmengesetz konzipiert, wobei die Verordnung des Bundesrates (AFV) und der EBK (AFV-EBK) sowie EBK-Rundschreiben¹⁴⁹ die Detailregelungen enthalten. Der Schweizerische Anlagefondsverband erlässt im Rahmen der Selbstregulierung verbindliche Richtlinien, deren Einhaltung von den Revisionsstellen zu prüfen ist. Für Banken und Effekthändler sind indessen nur die Bestimmungen für den Vertriebssträger relevant.¹⁵⁰

Eigenkapital

Einerseits unterscheidet sich die *Eigenmittelunterlegung* von Banken in gewissen Punkten von derjenigen der Effekthändler, andererseits weist sie viele Ähnlichkeiten auf. Wie erwähnt beträgt das Mindestkapital nur 1.5 Mio. CHF für einen Effekthändler, gegenüber 10 Mio. CHF für eine Bank. Neben den Mindestkapitalvorschriften gelten für den Effekthändler grundsätzlich die gleichen Eigenmittelbestimmungen der Bankverordnung¹⁵¹, wobei die

¹⁴² Fondsleitungen, Banken, Effekthändler, die schweizerische Post und Versicherungen sind gemäss Art. 23 AFV von der Bewilligungspflicht für Vertriebssträger ausgenommen.

¹⁴³ Vgl. Hirszowicz 2003, S.312-319.

¹⁴⁴ Die Depotbank muss gemäss Art. 17 AFG eine Bank im Sinne des Bundesgesetzes über die Banken und Sparkassen sein. Die Depotbank bewahrt das gesamte Fondsvermögen auf, wickelt die Ausgabe und Rücknahme von Fondsanteilen ab und sorgt dafür, dass vertrags- und gesetzeswidrige Anlagen verhindert werden.

¹⁴⁵ Die Fondsleitung muss gemäss Art. 9 AFG eine Aktiengesellschaft mit Sitz in der Schweiz sein, deren einziger Zweck die Ausübung des Fondsgeschäfts ist. Üblicherweise verwaltet und leitet eine Fondsgesellschaft verschiedene Anlagefonds.

¹⁴⁶ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

¹⁴⁷ Vgl. Volken 2000, S.43.

¹⁴⁸ Vgl. Eidgenössisches Finanzdepartement 2003a, S.39.

¹⁴⁹ Vgl. EBK-RS 96/5 (Trennung von Fondsleitung und Depotbank), EBK-RS 98/3 (Anerkannte Rating-Agenturen), EBK-RS 03/1 (Öffentliche Werbung/ Anlagefonds).

¹⁵⁰ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

¹⁵¹ Vgl. Art. 11ff. BankV und EBK-RS 97/1 (Richtlinien zur Eigenmittelunterlegung von Marktrisiken).

EBK in begründeten Einzelfällen Erleichterungen oder Verschärfungen vorsehen kann.¹⁵² Die Eigenmittelvorschriften sind sowohl bei Banken als auch bei Effekthändlern auf konsolidierter Basis zu erfüllen. Im Unterschied zu den Banken haben unabhängige Effekthändler eine weitere Vorschrift, das so genannte „Base Requirement“¹⁵³ einzuhalten. Demnach bestehen für Effekthändler drei relevante Messgrössen bezüglich der Eigenkapitalausstattung. Um alle drei Erfordernisse zu erfüllen, hat der Effekthändler jeweils auf die betragsmässig grösste Messgrösse abzustellen.¹⁵⁴

Die Eigenmittelvorschriften können nicht isoliert vom Risikomanagement betrachtet werden. Die Banken resp. Effekthändler haben im Verhältnis zu den eingegangenen Risiken genügend Eigenkapital als Puffer bei Verlusten zu halten. Die überarbeitete Eigenmittelvereinbarung des Basler Ausschusses (Basel II), die 2006 für Banken und Effekthändler verbindlich wird, hat insbesondere die Erhöhung der Risikosensitivität, d.h. das Anpassen der tatsächlichen Risiken an den aufsichtsrechtlichen Kapitalbedarf zum Ziel und wird neu neben den Markt- und Kreditrisiken auch operationelle Risiken mit Eigenmitteln unterlegen. Basel II wird damit erheblichen Einfluss auf das Risikomanagement der Banken und Effekthändler nehmen.¹⁵⁵

Im Unterschied zu den Banken haben unabhängige Effekthändler keine *Liquiditätsvorschriften* (Kassen- und Gesamtliquidität) einzuhalten. Ab dem 1. Januar 2005 werden bei den Banken im Zuge der Revision des Nationalbankgesetzes (NBG) die bisherigen Vorschriften zur Kassenliquidität¹⁵⁶ entfallen und durch die Pflicht ersetzt, Mindestreserven zu halten. Das bisherige Erfordernis der Gesamtliquidität wird materiell nicht verändert, sondern nur terminologisch angepasst.¹⁵⁷

Die *Rechnungslegungsnormen* der Banken sind auch für Effekthändler ohne Bankstatus verbindlich. In Art. 29 der Börsenverordnung wird einmal mehr direkt auf die Bankbestimmungen (Art. 23ff. BankV) verwiesen. Die EBK-Richtlinien zu den Rechnungslegungsvorschriften (RRV-EBK) sind somit auch für unabhängige Effekthändler relevant. Die Rechnungslegungsvorschriften sind sowohl bei Banken als auch bei Effekthändlern auf konsolidierter Basis zu erfüllen.

Die Vorschriften über die *Klumpenrisiken* sind identisch für Banken und Effekthändler. Sie sind in den bereits erwähnten Bestimmungen über die Risikoverteilung (Art. 21-22 BankV) geregelt. Aufgeführt werden sie hier deshalb, weil die Liquiditäts-, Rechnungslegungs- und Klumpenrisikovorschriften sowie das ganze *Meldewesen*¹⁵⁸ an die EBK, SNB und

¹⁵² Vgl. Art. 29 BEHV.

¹⁵³ Bei unabhängigen Effekthändlern müssen die eigenen Mittel mindestens einen Viertel der jährlichen Vollkosten betragen, sofern die Anforderungen der Bankverordnung geringer sind; Vgl. Art. 29 Abs. 3 BEHV.

¹⁵⁴ Vgl. Eidgenössische Bankenkommission 1998b, S.84.

¹⁵⁵ Vgl. Hoffmann 2004, S.13.

¹⁵⁶ Vgl. Art. 15 und 19 BankV; EBK-RS 90/3 (Kassenliquidität).

¹⁵⁷ Vgl. Eidgenössische Bankenkommission 2004b, S.1.

¹⁵⁸ Dazu zählen u.a. die Jahresendstatistik, Monatsbilanzen, Angaben zur Geldmengenstatistik, Kreditvolumenstatistik, Kreditzinssatzstatistik, Wertpapierbestände, Wertpapierumsätze, Kapitalmarktbeanspruchung, Anlagefondsstatistik, Adressausfallrisiken im Interbankenbereich, länderweise Gliederung der Wertpapierbe-

SWX¹⁵⁹ Bestimmungen enthalten, bestimmte Sachverhalte zu erfassen und zu melden.¹⁶⁰ Das Meldewesen an die EBK, SNB und SWX ist bei den Banken und Effekthändlern bis auf wenige Ausnahmen (z.B. Liquiditätsausweise an die SNB) gleich geregelt.¹⁶¹

3.4 DAS GESCHÄFTSMODELL DES EFFEKTHÄNDLERS AUS REGULATORISCHER SICHT

Für welche der im Geschäftsmodell (Vgl. Kapitel 2.3) aufgeführten Tätigkeiten ist der Status des Effekthändlers notwendig bzw. geeignet?

Notwendig ist der gesetzliche Status für alle Tätigkeiten gemäss den in der Börsengesetzgebung definierten Effekthändlerkategorien. Will ein Finanzinstitut z.B. in eigenem Namen auf Rechnung der Kunden auf dem Sekundärmarkt mit Effekten handeln, ist eine Bewilligung als Kundenhändler und somit der Status des Effekthändlers notwendig.

Geeignet, aus ökonomischer Sicht, ist der Status des Effekthändlers für eine bestimmte Tätigkeit, wenn die Nutzen und Kosten, die aus diesem Status resultieren, im Vergleich mit anderen Regimes das *beste Verhältnis* aufweisen. So gesehen sind Tätigkeiten, die durch tiefer oder überhaupt nicht regulierte Intermediäre ausgeübt werden dürfen, so z.B. der Devisenhandel, die Corporate Finance- und Anlageberatung auf den ersten Blick aus Kostengründen für Effekthändler nicht geeignet.

Die Resultate der Umfrage zeigen, dass 24% der befragten Effekthändler zurzeit mit dem Gedanken spielen, ihren gesetzlichen Status zu wechseln, weil dieser offenbar für die ausgeübte Geschäftstätigkeit nicht unbedingt geeignet ist.

Im Folgenden werden nur die ertragsintensivsten Tätigkeitsfelder der Effekthändler untersucht.

3.4.1 VERMÖGENSVERWALTUNG

Im Bereich der Vermögensverwaltung und bei verwandten Geschäften sind die Finanzdienstleister grundsätzlich dreistufig organisiert. Die Banken bilden die Spitze der Regulierungspyramide, während das mittlere Segment durch die Effekthändler vertreten wird. Die unabhängigen oder externen Vermögensverwalter repräsentieren das unterste Segment im Bereich der Vermögensverwaltung.¹⁶²

stände, Auslandstatus, Eurodevisenmärkte, Devisen- und Derivatenerhebung, Erhebungen für die Zahlungsbilanz, Auslandsvermögensstatistik, etc.; Vgl. Hoffmann 2004, S.11.

¹⁵⁹ Der Art. 15 BEHG regelt in Verbindung mit Art. 2ff. BEHV-EBK eine grundsätzliche Meldepflicht bei Effekthändlern für sämtliche börslichen und ausserbörslichen Abschlüsse in Effekten, die an einer schweizerischen Börse kotiert sind. Für diese Abschlüsse ist die SWX die zentrale Meldestelle.

¹⁶⁰ Vgl. Hoffmann 2004, S.11.

¹⁶¹ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

¹⁶² Vgl. Glaus 2002, S.2.

Vergleich mit den unabhängigen Vermögensverwaltern

Die unabhängigen oder externen Vermögensverwalter agieren im Unterschied zu den unabhängigen Effekthändlern nicht in eigenem Namen, sondern im Namen ihrer Kunden. Sie verwalten die bankdeponierten Vermögenswerte ihrer Kunden einzig auf Vollmachtbasis und führen somit keine eigenen Konti bzw. Depots. Im Gegensatz zu den Effekthändlern und den Banken benötigen die unabhängigen Vermögensverwalter eine minimale Infrastruktur, da sie zu den Kunden lediglich den Kontakt aufrechterhalten und deren Instruktionen entgegennehmen. Für die Umsetzung der Aufträge sorgt indessen das kontoführende Institut. Die unabhängigen Vermögensverwalter unterliegen unter Vorbehalt des Geldwäschereigesetzes grundsätzlich keiner finanzmarktrechtlichen Regulierung und haben folglich keine Kapital- und Organisationsanforderungen zu erfüllen.¹⁶³ Berufsethische Verhaltensregeln können nur aus dem Vertragsrecht (OR) hergeleitet werden. Die Treue-, Sorgfalts- und Verhaltenspflichten werden grundsätzlich im schweizerischen Zivilrecht geregelt.¹⁶⁴ Als Selbstregulierungsorganisationen können anerkannte Berufsverbände, z.B. der Verband der Schweizerischen Vermögensverwalter (VSV), Standesregeln erlassen, die jedoch eine beschränkte Reichweite haben, da schätzungsweise rund die Hälfte der in der Schweiz tätigen Vermögensverwalter keinem Verband angehören.¹⁶⁵

Die Tätigkeit der Vermögensverwaltung kann folglich von den unabhängigen Vermögensverwaltern im Vergleich zu den Effekthändlern mit viel geringeren Regulierungskosten ausgeübt werden, womit der Status des Effekthändlers aus *Kostenüberlegungen* ungeeignet erscheint. Von den 13 in der privaten und institutionellen Vermögensverwaltung tätigen Effekthändlern gibt jedoch nur einer an, aus Gründen der zu hohen Regulierungsdichte zum Status der unabhängigen Vermögensverwalter wechseln zu wollen.

Auf der *Nutzenseite* nämlich erzielen die Effekthändler aufgrund ihres Status im Bereich der Vermögensverwaltung Wettbewerbsvorteile im Vergleich zu den unabhängigen Vermögensverwaltern. Rund 77% geben an, aufgrund der EBK-Aufsicht einen Imagegewinn bei ihren Kunden zu erzielen. Im Unterschied zu den unabhängigen Vermögensverwaltern dürfen sie zudem gemäss der EU-Wertpapierdienstleistungsrichtlinie ohne weiteres im grenzüberschreitenden Dienstleistungsverkehr tätig sein, da sie im Herkunftsland einer angemessenen Aufsicht durch die EBK unterstehen.¹⁶⁶ Im Bereich der Vermögensverwaltung von institutionellen Kunden wird sich aufgrund der anstehenden neuen europäischen Fondsrichtlinie ein weiterer Wettbewerbsvorteil durch den Status des Effekthändlers ergeben. Nur beaufsichtigten Intermediären wird demnach die Vermögensverwaltung europäischer Anlagefonds ge-

¹⁶³ Vgl. Glaus 2001a, o.S.

¹⁶⁴ Vgl. Verband Schweizerischer Vermögensverwalter 2001, S.3.

¹⁶⁵ Vgl. Villiger 2001, S.19.

¹⁶⁶ Den unabhängigen Vermögensverwaltern ist die Expansion ins Ausland erschwert, da sie zu diesem Zweck eine eigene, voll regulierte Niederlassung benötigen; Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

stattet sein.¹⁶⁷ Als weiterer Nutzen des Effekthändlerstatus wird die Möglichkeit der Konto- und Depotführung von 46% der vermögensverwaltenden Effekthändler aufgeführt. Die Anzahl Nennungen fällt geringer aus als beim Reputationsgewinn, weil die Konto- und Depotführung keine bedeutende Einnahmequelle darstellt und deshalb keinen entscheidenden Nutzen generiert.¹⁶⁸ Bloss einmal wird die Möglichkeit der Börsenzulassung als Nutzen erwähnt, was nicht erstaunt, stellt doch der Effekthandel für die in der Vermögensverwaltung tätigen Effekthändler kein Kerngeschäft dar.¹⁶⁹ Schliesslich unterstehen die Effekthändler im Unterschied zu den unabhängigen Vermögensverwaltern dem Bankkundengeheimnis, das bei internationalen Amtshilfeersuchen den Anleger besser schützt und damit als Verkaufsargument Nutzen stiftet.¹⁷⁰

Vergleich mit den Banken

Im Bereich der Vermögensverwaltung unterliegt der Status des Effekthändlers grundsätzlich den gleichen Regulierungsbestimmungen und vermutlich äquivalenten *Kosten*¹⁷¹ wie die Banken, mit Ausnahme der Vorschriften zum Eigenkapital. Während die Überwachung und Umsetzung der geltenden Eigenkapitalvorschriften ähnlich aufwändig ausfallen und damit jährliche Kosten der gleichen Grössenordnung verursachen dürften, differiert der Investitionsbedarf in Form des Mindestkapitalerfordernisses zu Gunsten der Effekthändler.

Nutzenseitig profitieren hingegen die Banken von der Konto- und Depotführung, da sie über die erforderliche Infrastruktur und Finanzkraft verfügen, um dieses Volumengeschäft rentabel zu betreiben.¹⁷² Zwei vermögensverwaltende Effekthändler geben an, zum Bankstatus wechseln zu wollen, da sie als Banken im Vergleich zum Effekthändlerstatus wegen der EBK-Aufsicht einen deutlich höheren Reputationsgewinn, insbesondere bei ausländischen Kunden erzielen würden. Zudem wird betont, dass sie als Banken - abgesehen vom Mindestkapitalerfordernis - unwesentlich strengere Regulierungsvorschriften einzuhalten hätten. Schliesslich sei der Name „Effekthändler“ im Vergleich zum Begriff „Bank“ für das breite Publikum ohne jede Bedeutung und löse immer wieder Erklärungsbedarf aus. Der SVUE schlägt deshalb vor, den Begriff „Effekthändler“ durch den Ausdruck „Wertschriftenhaus“¹⁷³ zu ersetzen.

Zusammenfassend lässt sich nicht generell beurteilen, ob der Status des Effekthändlers für die Vermögensverwaltungstätigkeit geeignet ist. Die Kosten-Nutzen-Bilanz dürfte je nach Institut unterschiedlich ausfallen. Insgesamt drei vermögensverwaltende Effekthändler

¹⁶⁷ Vgl. Roth 2004, S.8.

¹⁶⁸ Drei vermögensverwaltende Effekthändler führen keine Konti bzw. Depots.

¹⁶⁹ Entsprechend findet häufig lediglich eine Zulassung als assoziiertes Mitglied, d.h. als nicht direkt handelnde Partei, bei der SWX statt.

¹⁷⁰ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

¹⁷¹ Skaleneffekte, ausgelöst durch die hohen Fixkosten der Regulierung, welche die kleinen Institute im Vergleich zu grossen Unternehmen stärker belasten, werden bei dieser Betrachtung ausgeklammert.

¹⁷² Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

¹⁷³ In der Wertpapierdienstleistungsrichtlinie der Europäischen Gemeinschaft wird der Begriff „Wertpapierfirma“ verwendet; Vgl. Glaus 2002, S.5.

(23%) sind willens, ihren Status als Effekthändler aufzugeben, was auf ein Missverhältnis von Kosten und Nutzen in der Regulierung hinweist. Die Anzahl der Effekthändler, die zwar keinen Wechsel erwägen, mit dem regulatorischen Status jedoch trotzdem unzufrieden sind, dürfte noch höher ausfallen.¹⁷⁴

3.4.2 EFFEKTHANDEL

Vergleich mit den unabhängigen Vermögensverwaltern

Für den Effekthandel im eigenen Namen ist der Status des Effekthändlers die tiefstmögliche Stufe und somit hinsichtlich Regulierungskosten grundsätzlich geeignet.

Allerdings gibt ein Eigenhändler, der ausschliesslich im Effekthandel tätig ist, an, zum Status des unabhängigen Vermögensverwalters wechseln zu wollen. Zur Begründung führt er an, dass er einem Wettbewerbsnachteil im Vergleich zum Ausland unterliege, da z.B. Wertpapierhandelsunternehmen in Deutschland weniger Regulierungsvorschriften einzuhalten hätten. Es fielen zu hohe Regulierungskosten an, insbesondere im Bereich der Eigenmittelunterlegung und Berichterstattung. Als unabhängiger Vermögensverwalter würde er den Handel über spezialisierte Banken oder Broker ausüben. Die Handelskosten beim Outsourcing der Tradingaktivität wären sogar eher geringer.

Beim Handel mit Effekten im eigenen Namen zieht der Effekthändler gegenüber dem Vermögensverwalter klaren *Nutzen*, denn diese Tätigkeit ist Letzterem verwehrt. Effekthändler können Erträge aus dem Handelsgeschäft erzielen. Kundenhändler, die für Rechnung von Kunden handeln, generieren Kommissionserträge und Eigenhändler und Market Maker entrichten keine Kommissionen. In der Vermögensverwaltung werden Börsenaufträge ohne Kommission ausgeführt, womit die Erträge direkter fliessen.¹⁷⁵

5 von 7 primär im Effekthandel tätige Institute bestätigen, einen Nutzen durch die Börsenzulassung zu erzielen.¹⁷⁶ Offenbar spielt der Imagegewinn dank der EBK-Beaufsichtigung eine gewisse Rolle, wogegen die Möglichkeit zur Konto- und Depotführung in der Umfrage kaum erwähnt wird.

Vergleich mit den Banken

Im Effekthandel fallen für Effekthändler und Banken identische Vorschriften und *Kosten* an, da ja auch Banken zu diesem Zweck einer speziellen Effekthändlerlizenz bedürfen. Allerdings bleibt das unterschiedliche Mindestkapitalerfordernis zum Vorteil der Effekthändler bestehen.

Nutzenseitig verzeichnen die Effekthändler - abgesehen von der geringeren Reputation - gewisse Einbussen, indem die im Allgemeinen kleinere Eigenkapitalausstattung der Effekten-

¹⁷⁴ Zwei vermögensverwaltende Effekthändler geben z.B. an, nicht zu wissen, ob sie einen Wechsel zu einem anderen Status erwägen.

¹⁷⁵ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

¹⁷⁶ Gemäss Umfrage verfügen die meisten über eine Vielzahl von Börsenzulassungen im In- und Ausland.

händler geringere Handelslimiten impliziert.¹⁷⁷ Zwei der sieben erfassten Institute (28%) erwägen einen Statuswechsel, eines zu den Banken, das andere zu den unabhängigen Vermögensverwaltern.¹⁷⁸

Zusammenfassend erscheint der Status des Effekthändlers aus theoretischer Sicht für den Effektenhandel geeignet. Diese Erkenntnis erstaunt nicht, wenn man bedenkt, dass die Börsengesetzgebung auf diese Tätigkeit zugeschnitten wurde. Die erforderliche Börsenzulassung wird zwar mit hohen regulatorischen Kosten erkaufte, ermöglicht aber im Vergleich zum unabhängigen Vermögensverwalter klaren Nutzengewinn. Im Bankenvergleich steht dem geringeren Investitionsbedarf praktisch gleichwertiger Nutzen gegenüber.

¹⁷⁷ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

¹⁷⁸ Allerdings sind diese Aussagen zu relativieren. Der beabsichtigte Wechsel eines Eigenhändlers zu den unabhängigen Vermögensverwaltern wirkt eher exotisch. Die Motive des zweiten Instituts erwachsen eher aus der gleichzeitig betriebenen Vermögensverwaltung der übergeordneten Holdinggesellschaft.

4 KOSTEN-NUTZEN-ANALYSE BEI UNABHÄNGIGEN EFFEKTHÄNDLERN IN DER SCHWEIZ

4.1 DAS KONZEPT DER KOSTEN-NUTZEN-ANALYSE

4.1.1 KOSTEN UND NUTZEN DER REGULIERUNG

Nutzen stiften Regulierungsmassnahmen insofern, als sie die Wahrscheinlichkeit eines Marktversagens vermindern oder gar völlig beseitigen. Regulierung und Überwachung sind jedoch nicht gratis, sondern verursachen Kosten, die nicht nur auf Seiten der Regulierungsbehörden, sondern insbesondere bei den Trägern der Regulierung und bei den Kunden anfallen.¹⁷⁹

Erst die Gegenüberstellung von Nutzen und Kosten von Regulierungsmassnahmen gibt Aufschluss über deren Angemessenheit bzw. volkswirtschaftliche Vorteilhaftigkeit. Das Optimierungskalkül lautet, den Nettonutzen der Regulierung zu maximieren und Regulierungen nur dann zu ergreifen, wenn ihr Zusatznutzen die zusätzlichen Kosten mehr als kompensiert.¹⁸⁰ Das Ziel von Kosten-Nutzen-Analysen („Cost-Benefit-Analysis“, CBA) liegt darin, die Einführung von Vorschriften zu verhindern, die grössere Kosten verursachen als sie Nutzen stiften.¹⁸¹

Die Regulierungskosten lassen sich gemäss Abbildung 7 in direkte Kosten, Kosten der externen und internen Revision, Compliance Kosten und indirekte Kosten unterteilen.¹⁸²

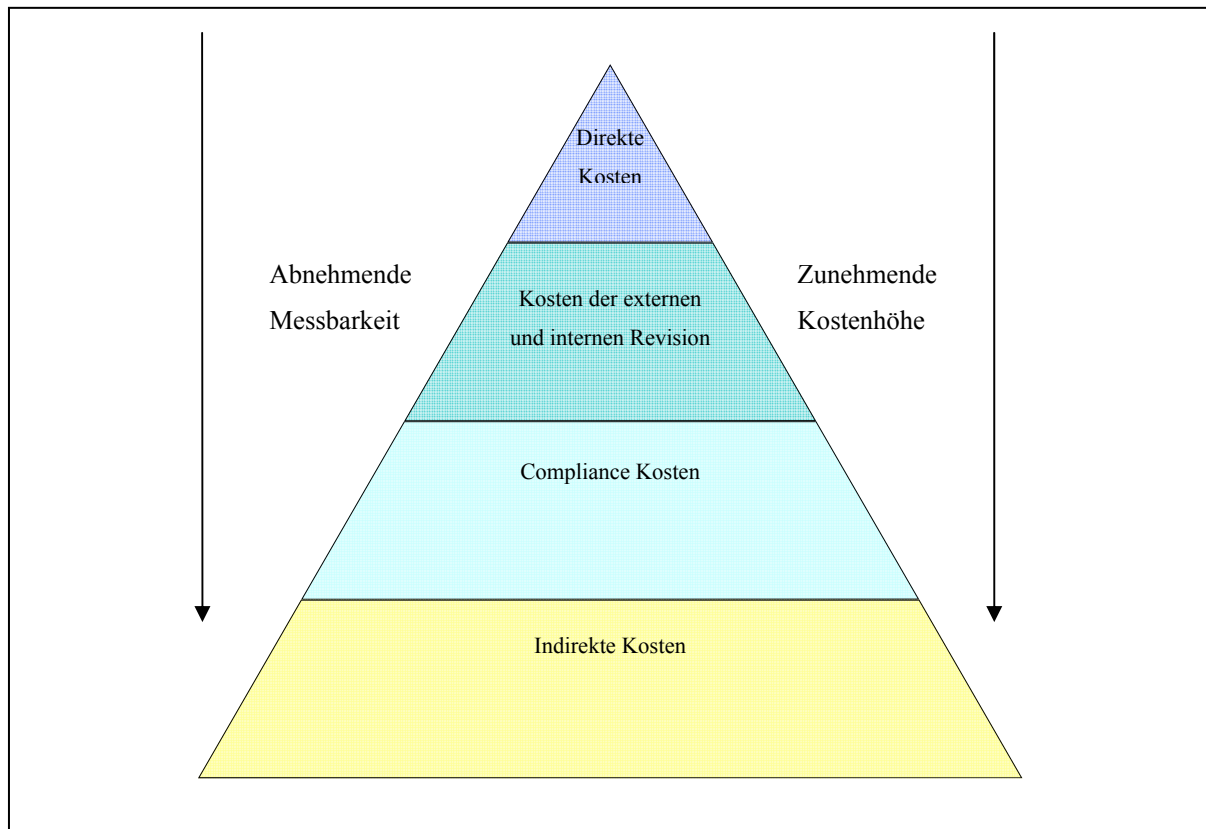
¹⁷⁹ Vgl. Blattner 2002, S.3.

¹⁸⁰ Vgl. Zufferey 2000, S.92.

¹⁸¹ Vgl. Financial Services Authority 2000a, S.5-9.

¹⁸² Diese Kosteneinteilung ist in Anlehnung an die Systematik der britischen Financial Services Authority entwickelt worden; Vgl. Andrews/ Klumpes/ Meeks et al. 2000, S.43-46; Vgl. Alfon/ Andrews 1999, S.14-19; Vgl. Financial Services Authority 2000a, S.15; Vgl. Financial Services Authority 2003, S.2-3; Für die spezifischen Anpassungen an die schweizerische Regulierung; Vgl. Hubli 2004, S.18f.

Abbildung 7: Unterteilung der Regulierungskosten



Quelle: Eigene Darstellung, in Anlehnung an Hoffmann 2004, S.22.

Die *direkten Kosten* umfassen die Aufsichtsabgaben und Gebühren, die jährlich von den Finanzinstituten an die EBK entrichtet werden. Nach einem bestimmten Schlüssel wird dieser Betrag für jedes einzelne Institut bestimmt. Die direkten Kosten werden so festgelegt, dass sie die Ausgaben der EBK und ihres Sekretariats decken.¹⁸³ Sie beinhalten neben dem zeitlichen Aufwand zur Ausarbeitung der Vorschriften auch die Kosten für personelle Ressourcen oder für IT-Systeme, die zur Überwachung der Finanzintermediäre erforderlich sind.¹⁸⁴ Im Jahr 2002 wurden von den gesamten Ausgaben der EBK von 25 Mio. CHF rund 19 Mio. CHF durch Aufsichtsabgaben und rund 4.5 Mio. CHF durch Gebühren finanziert.¹⁸⁵ Es sind jene Kosten, die am einfachsten zu erfassen sind und sozusagen die Spitze des (Kosten-) Eisbergs bilden.¹⁸⁶ „They should be relatively easy to calculate, at least where regulators are open and transparent about their costs“¹⁸⁷.

¹⁸³ Vgl. Eidgenössisches Bankenkommission 2003b, S.143.

¹⁸⁴ Vgl. Alfon/ Andrews 1999, S.15.

¹⁸⁵ Vgl. Eidgenössische Bankenkommission 2003b, S.144; Mit Inkrafttreten der neuen Gebührenverordnung am 1. November 2003 soll der Ertrag aus den Gebühren um 25-30% erhöht werden, was eine anteilmässige Reduktion der Erträge aus den Aufsichtsabgaben zur Folge haben wird; Vgl. Eidgenössisches Finanzdepartement 2003b, S.1.

¹⁸⁶ Vgl. Hoffmann 2004, S.19.

¹⁸⁷ Briault 2003, S.2.

Die *Kosten der externen und internen Revision* haben die Finanzintermediäre selbst zu tragen. Die EBK erhebt in unregelmässigen Abständen den internen und externen Revisionsaufwand bei Banken und Effekthändlern, letztmals für das Jahr 2002. Die Aufwandszahlen sind bei den Revisionsstellen dokumentiert und somit leicht zu erfassen.

Für die Bestimmung der Regulierungskosten ist selbstredend nur derjenige Anteil der Revisionskosten relevant, der direkt von den Regulierungsbestimmungen verursacht wird, das sogenannte „Inkrement“ bzw. der „inkrementelle Anteil“. Da die externe und interne Revision dem Geschäftszweck dienlich ist, würde dieser Aufwand auch in einer regulationsfreien Welt betrieben.¹⁸⁸ Somit ist in der Regel nicht davon auszugehen, dass ohne Regulierungsvorschrift sämtliche Revisionskosten ersatzlos dahinfliegen.¹⁸⁹ Es ist indessen schwierig, die inkrementellen Revisionskosten zu erfassen, d.h. nur denjenigen Anteil der Revisionskosten zu beziffern, der allein auf die Regulierung zurückzuführen ist. Denn je nach Blickwinkel wird unterschiedlich beurteilt, ob eine gewisse Tätigkeit ursächlich mit der Regulierung zusammenhängt oder sowieso ausgeführt würde, da sie unmittelbar dem Geschäftszweck zugute kommt.¹⁹⁰

Im Vergleich zu den direkten Kosten stellen die Revisionskosten den grösseren Kostenblock dar und sind schwieriger zu quantifizieren.

Die *Compliance Kosten* übersteigen die Revisionskosten meistens bei weitem. „To comply with“ wird übersetzt mit „übereinstimmen“ oder „gerecht werden“. Die Compliance Funktion hat somit das Übereinstimmen der Geschäftstätigkeit mit den rechtlichen, standesrechtlichen, innerbetrieblichen und ethischen Bestimmungen sicherzustellen.¹⁹¹ Die Compliance Kosten umfassen sämtliche betrieblichen Aufwendungen, die erforderlich sind, um die Regulierungsvorschriften zu erfüllen. Sie sind somit nicht mit den Kosten der Compliance-Abteilung gleichzusetzen. Neben den Kosten zur Ausführung bestimmter Prozesse, zur Archivierung gewisser Dokumente oder zur regulatorisch bedingten Firmenumstrukturierung fallen insbesondere die Aus- und Weiterbildungskosten der Mitarbeiter sowie die Kosten für die Entwicklung und den Unterhalt der entsprechenden Systeme im Bereich des Controlling und Reporting an.¹⁹²

Die Quantifizierung der Compliance Kosten gestaltet sich äusserst schwierig, da auch diese inkrementellen Charakter besitzen. Da nur Aktivitäten, die in einer regulationsfreien Welt nicht ausgeführt würden, dieser Kostenkategorie zuzurechnen sind, müssen Annahmen über das Verhalten der Finanzintermediäre bei Abwesenheit der Regulierung getroffen werden.¹⁹³ Zudem sind die Compliance Kosten oft ungenügend dokumentiert und fallen aufgrund ihrer die ganze Betriebsorganisation umfassenden Reichweite häufig dezentral an.

Die *indirekten Kosten* machen den Löwenanteil der totalen Regulierungskosten aus. Sie sind mit Abstand am schwierigsten zu quantifizieren, weshalb meistens qualitative Messver-

¹⁸⁸ Vgl. Hubli 2004, S.20.

¹⁸⁹ Vgl. Hoffmann 2004, S.20.

¹⁹⁰ Vgl. Alfon/ Andrews 1999, S.17.

¹⁹¹ Vgl. Kilgus 2004, S.3.

¹⁹² Vgl. Hubli 2004, S.13.

¹⁹³ Vgl. Franks/ Schaefer/ Staunton 1998, S.1551; Vgl. Alfon/ Andrews 1999, S.16.

fahren zur Anwendung kommen.¹⁹⁴ Die indirekten Kosten entsprechen den Opportunitätskosten, die sich für die einzelnen Finanzinstitute in Form von entgangenen Erträgen oder für die gesamte Finanzbranche in reduziertem Wettbewerb, in mangelnder Innovation und in der Abwanderung auf weniger regulierte Finanzplätze („Regulatory Arbitrage“) niederschlagen. Die Opportunitätskosten messen den entgangenen Nutzen der besseren Handlungsalternative in einer regulationsfreien Welt, was die inkrementelle Natur der indirekten Kosten unterstreicht.¹⁹⁵

Der *Nutzen* wird analog zu den Kosten systematisiert (direkte, Revision, Compliance und indirekte Ebene), was aufgrund der Tatsache, dass Kosten als negativer Nutzen bzw. Nutzen als negative Kosten interpretiert werden, nicht erstaunt. In Anbetracht der späteren Gegenüberstellung von Kosten und Nutzen sind einheitliche Messmethoden (nicht Messeinheiten) unabdingbar.¹⁹⁶

Dem Umstand der schwierigen Nutzen-Quantifizierung wird Rechnung getragen, indem zur Nutzenmessung¹⁹⁷ von Anfang an qualitative Grössen verwendet werden, analog zur Bestimmung der indirekten Kosten.¹⁹⁸

4.1.2 GRENZEN VON KOSTEN-NUTZEN-ANALYSEN

Im Rahmen dieser Arbeit werden die verschiedenen theoretischen Kritikpunkte von Kosten-Nutzen-Analysen und deren bestmögliche Handhabung in der Praxis nicht differenziert betrachtet. Es wird bloss auf die wesentlichsten konzeptionellen sowie praktischen Probleme hingewiesen.

Probleme aus *konzeptioneller* Sicht entstehen, weil die Optimierung der Regulierungsvorschriften im Finanzbereich nicht zwingend für die Wirtschaft als Ganzes die beste Lösung verkörpert. Zudem wird das dynamische Marktgeschehen stark vereinfacht, indem zwischen einem statischen Zustand vor und einem nach der Implementierung der Regulierung unterschieden wird.¹⁹⁹ Bei der Kosten- bzw. Nutzen-Schätzung bleibt jeweils unberücksichtigt, dass sich die Finanzwelt in Abwesenheit von Regulierung keinesfalls im Sinne eines *Ceteris Paribus*-Vergleichs präsentieren würde, sondern sich die Märkte anders gestalten und andere Produkte bestehen würden. Auch die Konkurrenzsituation wäre grundverschieden.²⁰⁰

Die konzeptionelle Schwierigkeit des Vergleichs mit einer regulationsfreien Welt schlägt sich auf der *praktischen Seite* in Problemen bei der Datenerhebung nieder.²⁰¹ Wie erwähnt ist die Schwierigkeit der Quantifizierung mit der Höhe der Kosten bzw. Nutzen positiv korreliert.

¹⁹⁴ Vgl. Hubli 2004, S.13.

¹⁹⁵ Vgl. Hoffmann 2004, S.21f.

¹⁹⁶ Vgl. Hubli 2004, S.14.

¹⁹⁷ Zum Teil ist es möglich, den Nutzen auch quantitativ zu erfassen; Vgl. Alfon/ Andrews 1999, S.19-24.

¹⁹⁸ Vgl. Alfon/ Andrews 1999, S.8.

¹⁹⁹ Vgl. Alfon/ Andrews 1999, S.10.

²⁰⁰ Vgl. Franks/ Schaefer/ Staunton 1998, S.1551.

²⁰¹ Vgl. Alfon/ Andrews 1999, S.11.

„ [...] costs - and the benefits - of regulation become not only more progressively more difficult to quantify but also potentially of increasing importance”.²⁰²

4.1.3 PRAXIS DER KOSTEN-NUTZEN-ANALYSE IM FINANZSEKTOR

Die integrierte Finanzmarktaufsicht *Grossbritanniens* (Financial Services Authority, FSA) ist verpflichtet, vor jeder Einführung neuer Regulierungsbestimmungen eine umfassende Kosten-Nutzen-Analyse zu erstellen und deren Resultate zu veröffentlichen.²⁰³

In einem Manual²⁰⁴ werden die Schritte zur Durchführung einer kosteneffizienten Kosten-Nutzen-Analyse festgehalten. Ausgangspunkt bildet ein Vergleich zwischen einer Welt mit und ohne Regulierung bzw. ein Vergleich der unterschiedlichen Gestaltungsvarianten von Regulierungsmassnahmen, wobei die unterschiedlichen Zustände als Optionen bezeichnet werden.²⁰⁵ Nach einer groben qualitativen Kosten-Nutzen-Schätzung geht es schliesslich um die ausführliche, wenn möglich quantitative Kosten-Nutzen-Erfassung der einzelnen Optionen und um die Wahl der effizientesten Variante.²⁰⁶

Eine wichtige Konsequenz dieses Ansatzes ist, dass er Regulatoren dazu verpflichtet, in Varianten zu denken und deren relative Kosten und Nutzen gegeneinander abzuwägen, was die Geisteshaltung des Abwägens, mitunter des Optimierens klar fördert.²⁰⁷ Mit dem konsequenten Vergleich von Optionen werden der Aufwand und die Komplexität von Kosten-Nutzen-Analysen zudem stark reduziert, ganz im Sinne des pragmatischen Ansatzes der FSA, der nicht auf absolute Genauigkeit und Vollständigkeit abzielt. „A pragmatic approach is based on the recognition that full quantitative evaluation of costs and benefits is difficult to achieve and often unnecessary”.²⁰⁸ Im Sinne der 80-20-Regel²⁰⁹ rechtfertigt der Aufwand der vollständigen Kosten-Nutzen-Quantifizierung den zusätzlichen Ertrag nicht, weshalb eine so genannte „Second Best Strategie” (z.B. im Sinne der erwähnten qualitativen Angabe der indirekten Kosten- und Nutzendaten) angestrebt wird.

„In der *Schweiz* fehlt eine Kultur und Praxis der Rechtsfolgeabschätzung weitgehend”.²¹⁰ Auch wenn den formellen Erfordernissen des Gesetzes entsprochen wird, findet eine methodisch fundierte und transparente (publizierte) Kosten-Nutzen-Analyse jedoch kaum statt. Insbesondere das Denken in Alternativen und in Kategorien der Opportunitätskosten wird im

²⁰² Briault 2003, S.3f.

²⁰³ Vgl. Andrews/ Klumpes/ Meeks et al. 2000, S.4.

²⁰⁴ Vgl. dazu das Paper der Financial Services Authority 2000: Practical Cost-Benefit Analysis for Financial Regulators, Version 1.1.

²⁰⁵ Keine Regulierung stellt auch eine Option dar; Vgl. Financial Services Authority 2000a, S.13.

²⁰⁶ Vgl. Alton/ Andrews 1999, S.13.

²⁰⁷ Vgl. Hoffmann 2004, S.25.

²⁰⁸ Alton/ Andrews 1999, S.8.

²⁰⁹ Mit 20% des Aufwandes werden 80% des Ertrags erzielt. Um die verbleibenden 20% des Ertrags zu erreichen, sind jedoch 80% des Aufwandes notwendig.

²¹⁰ Hoffmann 2004, S.4.

Vergleich zu Grossbritannien zuwenig gepflegt, da sich die Verwaltung oft bereits in einem frühen Stadium des Entwurfs auf eine Variante fixiert.²¹¹

Im Bundesgesetz über den Geschäftsverkehr der Bundesversammlung (GVG) wird festgehalten, dass der Bundesrat in Botschaften und Berichten²¹² die Auswirkungen auf die Wirtschaft sowie soweit möglich das Verhältnis von Kosten und Nutzen einer Vorlage aufzuzeigen hat. Diese Bestimmungen werden in den Richtlinien für die Darstellung der volkswirtschaftlichen Auswirkungen von Vorlagen des Bundes präzisiert. Eine eigentliche Kosten-Nutzen-Analyse wird jedoch nicht verlangt, zumal nicht erforderlich ist, die Auswirkungen zu quantifizieren. Qualitative Angaben genügen, sofern sie genügend plausibel und nachvollziehbar erscheinen.²¹³

Spezialisten empfehlen jedoch immer häufiger die Durchführung von Kosten-Nutzen-Analysen und die EBK fasst zukünftig solche Analysen ins Auge, um die Auswirkungen geplanter Neuregulierungen messen zu können.²¹⁴ Der Studie der Universität Zürich über die Kosten der Regulierung von Börsen- und Verwaltungsbanken kommt somit eine Vorreiterrolle zu in der Durchführung von Kosten-Nutzen-Analysen.

4.2 EMPIRISCHE UNTERSUCHUNG

4.2.1 WAHL DER ERHEBUNGSMETHODE

Die Wahl der Erhebungsmethode zur Bestimmung der Regulierungskosten von Effekthändlern ist in der schriftlichen Aufgabenstellung vorgegeben. Nachdem die Resultate der Börsen- und Verwaltungsbanken aufgrund eines schriftlichen Fragebogens erhoben wurden, lag es aus Gründen der Vergleichbarkeit auf der Hand, dieselbe Erhebungsmethode vorzuschreiben.

Die Nachteile dieser Erhebungsmethode liegen vor allem in der Interpretationsproblematik, die zu einem Konsistenzverlust der Daten führt. Diese Problematik konnte insofern entschärft werden, als die gestellten Fragen mehrheitlich mit der Umfrage der Börsen- und Verwaltungsbanken übereinstimmen, die seinerzeit von einer siebenköpfigen Expertengruppe inhaltlich und formal abgesegnet wurden. Zusätzlich wurde der Fragebogen durch den Auftraggeber und den Präsidenten des SVUE begutachtet. Als Adressaten der postalischen Umfrage wurden sodann ausschliesslich Mitglieder der Geschäftsleitung resp. des Verwaltungsrats und Compliance Officers ausgewählt, denen die kompetentesten Antwortgeber am besten bekannt sind.

²¹¹ Vgl. Hoffmann 2004, S.4.

²¹² Die Bundeskanzlei hat Weisungen im Bezug auf die inhaltliche Ausgestaltung von Botschaften erlassen, die eine Beschreibung der volkswirtschaftlichen Auswirkungen der Vorlagen vorsehen.

²¹³ Vgl. Hoffmann 2004, S.27.

²¹⁴ Vgl. Zufferey 2004, S.4.

4.2.2 ABLAUF DER UMFRAGE

Nach der Auftragserteilung am 26. April 2004 durch das schweizerische Bankeninstitut (ISB) wurde der Fragebogen nach dessen Validierung am 30. April 2004 in deutscher oder französischer Version in 71 Exemplaren verschickt. Neben dem Fragebogen mit zusätzlichen Erläuterungen²¹⁵ enthielt die Postsendung je einen Begleitbrief des Auftraggebers und des SVUE sowie eine Kurzbroschüre zu den Kosten der Regulierung von Börsen- und Verwaltungsbanken.

Bis zum 28. Mai 2004, dem festgesetzten Rücklauftermin, wurden lediglich 11 Antwortbogen retourniert. Anlässlich der Generalversammlung des Schweizer Verbands unabhängiger Effekthändler vom 1. Juni 2004 wurden die anwesenden Mitglieder nochmals zur Teilnahme an der Umfrage aufgefordert. Diese Aktion sowie einige zusätzliche telefonische Aufrufe führten schliesslich zu einem Rücklauf von 21 Fragebogen per 1. Juli 2004.

4.2.3 DIE GESTALTUNG DES FRAGEBOGENS

„Entscheidend für die Qualität der durch die Befragung gewonnenen Daten ist die Formulierung der Fragen und die Gestaltung des Fragebogens“.²¹⁶

Der Fragebogen ist inhaltlich in allgemeine Fragen, Fragen zu Kosten und Nutzen der Regulierung sowie Meinungsfragen unterteilt. Die allgemeinen Fragen (Fragen 1 bis 4) sowie die Meinungsfragen (Fragen 10 bis 12) bedürfen aufgrund ihrer intuitiven Verständlichkeit keiner detaillierten Erklärung. Die Fragen zu Kosten und Nutzen (Fragen 5 bis 9) sind grundsätzlich der Studie über die Börsen- und Verwaltungsbanken entnommen. Gewisse Kürzungen erfolgten auf ausdrücklichen Wunsch des Auftraggebers. Ebenfalls in Analogie zur Vergleichsstudie wurden die indirekten Kosten nicht erhoben. Einerseits führen schwierig quantifizier- und interpretierbare Daten zu umfangreichen Schwankungsbreiten, andererseits wirken Fragen, die nur mit grosser Unsicherheit zu beantworten sind, demotivierend auf die Befragten. Wie die Vergleichsstudie versteht sich der gesamte Fragebogen als Momentbetrachtung des Jahres 2002.

In *Frage 5* haben die befragten Effekthändler die direkten Kosten, d.h. die an die EBK geleisteten Aufsichtsabgaben (inklusive allfällig bezahlte Aufsichtsabgaben für Anlangfonds) für das Jahr 2002 anzugeben. Auf eine Betrachtung über die Zeit wird im Unterschied zur Vergleichsstudie verzichtet.

Die *Frage 6* zur Evaluation der internen und externen Revisionskosten stützt sich auf die Prüffelder, welche die EBK-Studie zum Umfang der Revisionsarbeiten bei Banken und Effekthändler vorsieht (Vgl. Kapitel 3.3.2). Die Effekthändler haben den Stundenaufwand in Personenjahren oder -tagen²¹⁷ für die Prüfung dieser Beschäftigungsfelder gemäss Auskunft

²¹⁵ Vgl. dazu Anhang I.

²¹⁶ Bohley 1996, S.517.

²¹⁷ Ein Personenjahr (PJ) entspricht 1800 Stunden, ein Personentag (PT) 8 Stunden.

ihrer Revisionsgesellschaft anzugeben. Dieses Vorgehen erlaubt ein simples Übertragen der Daten und verhindert Abgrenzungsdifferenzen. Zur Schätzung der inkrementellen Revisionskosten ist der Anteil am Stundenaufwand der externen und internen Revision, der allein auf die Regulierung zurückgeht, aufzuführen. Angesichts der Ungenauigkeit von Schätzungen und zur Vermeidung von unrealistischen Detailangaben ist die Auswahl aus sechs Bandbreiten zur Bestimmung der inkrementellen Kosten durchaus vertretbar.

Die *Frage 7* nimmt einen besonderen Stellenwert im Fragebogen ein. Auch wenn das Schwergewicht dieser Arbeit gemäss Auftragserteilung bei der Kostenmessung liegt, wird an dieser Stelle eine *qualitative* Kosten-Nutzen-Analyse der Compliance Vorschriften vorgenommen. Die sieben aufgeführten Regulierungsgebiete sind im Kapitel 3.3.3 ausführlich behandelt worden. Sie sind einerseits je nach geschätzter Höhe der anfallenden Compliance Kosten mit den Ziffern eins bis sieben zu rangieren. Andererseits ist der Nutzen der sieben Regulierungsgebiete für den Finanzplatz Schweiz als „weniger wichtig“, „wichtig“ oder „entscheidend“ zu beurteilen. Erst die Gegenüberstellung von Kosten und Nutzen verdeutlicht, ob ein kostenintensives Regulierungsgebiet auch einen entscheidenden Nutzen für den Finanzplatz generiert. Im Falle einer negativen Kosten-Nutzen-Differenz („net regulatory burden“) rechtfertigen die Regulierungskosten den Nutzen für den Finanzplatz nicht, was einen Änderungsbedarf in den Regulierungsbestimmungen signalisiert.

Die *Frage 8* widmet sich der schwierigen *Quantifizierung* der inkrementellen Compliance Kosten innerhalb der sieben Regulierungsgebiete, die aufgeteilt nach Personal- (in Personentagen oder -jahren) und Sachkosten (in TCHF) zu beziffern sind.

Die *Frage 9* nimmt einen relativen Grössenvergleich zwischen den Kosten der externen/internen Revision und den Compliance Kosten vor. Als Kontrollfrage überprüft sie die Richtigkeit und Plausibilität der vorhergehenden Antworten und ermöglicht somit Aussagen zur Robustheit der Daten. Zusammenfassend enthält der Fragebogen die üblichen Fragenkomplexe, die neben Informations- und Identifikationsfragen auch Kontrollfragen einschliessen.²¹⁸

4.2.4 PROBLEME UND EINSCHRÄNKUNGEN

Neben den bereits erwähnten Grenzen von Kosten-Nutzen-Analysen ergeben sich weitere Probleme und Einschränkungen, die bei der Durchführung der empirischen Untersuchung von Relevanz sind.

Stichprobenumfang

Grundsätzlich gilt, dass der Stichprobenumfang für statistische Auswertungen mindestens 20, besser jedoch 100 Datensätze umfassen soll.²¹⁹ Die Grundgesamtheit der Erhebung umfasst 69 Unternehmen, da von den heute 71 unabhängigen Effekthändlern in der Schweiz zwei

²¹⁸ Vgl. Bohley 1996, S.517.

²¹⁹ Vgl. Schenker-Wicki 2004, o.S.

Institute im Jahr 2002 noch nicht existierten. Wegen der tendenziell geringen Grundgesamtheit und der eher knappen Rücklaufquote von 30 Prozent standen schliesslich 21 Datensätze zur Verfügung. Damit ist die Mehrheit der statistischen und empirischen Tests zur Überprüfung der Datenqualität nicht anwendbar. Streng genommen sind die Ergebnisse folglich statistisch nicht haltbar, haben aber als Richtgrössen durchaus ihre Berechtigung.²²⁰

Beantwortungsprobleme

„Fragen zu stellen und Antworten zu erlangen sind komplizierte psychologische Vorgänge“.²²¹

Aufgrund der ungenügenden Dokumentation der Regulierungskosten beruhen die Kostangaben meistens auf Erinnerungen, Empfindungen und subjektiven Schätzungen der antwortenden Person.²²² *Schätzfehler* und eine gewisse *Unsicherheit* bei der Beantwortung der Fragen sind folglich vorprogrammiert. Zudem führt die schwierige Identifikation der inkrementellen Regulierungskosten, verbunden mit der Komplexität der Finanzmarktregulierung, unumgänglich zu Schätzungen mit grossen Schwankungsbreiten. Die heterogenen Organisationsstrukturen der befragten Institute vergrössern schliesslich die Datenunsicherheit, da die Regulierungskosten je nach Institut unterschiedlich erfasst und zugeteilt werden.²²³

„Different respondents may interpret the same question differently, depending on their background, training, and experiences“.²²⁴ *Interpretationsprobleme* können entschärft werden, indem ein gemeinsames Verständnis der Fragen geschaffen wird. Den Erläuterungen zum Fragebogen kommt somit ein wichtiger Stellenwert zu.

Die erwähnten Schwierigkeiten im Prozess des Antwortens hatten zum Teil demotivierende Wirkungen auf die befragten Institute. Zudem dürften die finanziellen, personellen und zeitlichen Ressourcen, die zur Beantwortung der Fragen notwendig sind, knapp gewesen sein. Dies erklärt mitunter die geringe Teilnahme an der Umfrage sowie die zum Teil ungenügende Qualität der retournierten Fragebogen, trotz telefonischer Rückfrage in Fällen von *inkonsistent, unvollständig* oder *nicht beantworteten Fragen*.

Da die Regulierungsbestimmungen die befragten Institute ressourcen- und kostenmässig belasten, dürften die Kostangaben systematisch eher etwas zu hoch ausfallen. Trotz vorhandenen Anreizen sind *strategische Antworten* aber aus verschiedenen Gründen selten anzutreffen. Eine plausible Überschätzung der Regulierungskosten ist schwierig vorzunehmen, da die richtige Kostenhöhe ohnehin schon sehr kompliziert zu ermitteln ist. Weiter werden bei der Schätzung der Regulierungskosten meist nicht alle Kostenfaktoren berücksichtigt, was tendenziell zu einer Unterschätzung der effektiven Kostenhöhe führt. Deshalb fallen die Regulierungskosten auch bei einem absichtlichen, strategischen Aufschlag kaum zu hoch aus.

²²⁰ Vgl. Hubli 2004, S.23.

²²¹ Bohley 1996, S.517.

²²² Vgl. Elliehausen 1998, S.5.

²²³ Vgl. Hubli 2004, S.23.

²²⁴ Elliehausen 1998, S.5.

Zudem besteht die Gefahr, dass überdimensionierte Angaben²²⁵ herausgefiltert werden, was unerwünschte negative Folgen auf die Reputation des befragten Unternehmens haben kann.²²⁶

Mit der Anbindung des Fragebogens an bereits von der EBK erhobene Daten und Kontrollfragen²²⁷ wird versucht, strategische Antworten zu identifizieren resp. zu minimieren.

Einschränkung des Untersuchungsgegenstandes

Neben der Nichtberücksichtigung der indirekten Kosten und der primären Fokussierung auf die Kostenmessung werden auch Compliance Kosten ausserhalb der sieben Regulierungsgebiete in der Analyse ausgeblendet. Mit den ausgewählten Regulierungsfeldern wird gemäss Expertengruppe jedoch der Löwenanteil der Compliance Kosten erfasst.²²⁸

²²⁵ Es ist unwahrscheinlich, dass sich mehrere befragte Institute zusammenschliessen, um konsistent überdimensionierte Antworten zu geben; Vgl. Elliehausen 1998, S.7.

²²⁶ Vgl. Elliehausen 1998, S.7.

²²⁷ Bei den Meinungsfragen wird z.B. gefragt, ob die Regulierungsbestimmungen als angemessen beurteilt werden. Werden gewisse Regulierungsbestimmungen als übertrieben eingestuft, ist nicht auszuschliessen, dass diese Regulierungskosten zu hoch beziffert werden.

²²⁸ Vgl. Hubli 2004, S.24.

5 ERGEBNISSE DER KOSTEN-NUTZEN-ANALYSE

5.1 DIREKTE KOSTEN

Wie früher erwähnt setzen sich die direkten Kosten aus Aufsichtsabgaben und Gebühren²²⁹ zusammen. Die Aufsichtsabgaben lassen sich in eine Grundabgabe²³⁰ sowie eine Zusatzabgabe unterteilen, wobei Letztere pro Institut je zur Hälfte auf Basis der totalen Bilanzsumme und des gesamten Effekturnsatzes eingezogen wird.²³¹ Seit 1999 werden die Abgaben gemäss Effekturnsatz direkt von der Börse erhoben und nachfolgend der EBK überwiesen.²³² Diese sowie die Börsengebühren werden in der Studie nicht erhoben, wogegen die stark volatilen Fondsabgaben berücksichtigt sind.

Die direkten Kosten belaufen sich bei 20 erfassten Instituten auf 187'000 CHF. Das sind vernachlässigbare 0.1% im Verhältnis zum Geschäftsaufwand aller Effekthändler bzw. 405 CHF pro Vollzeitstelle.²³³ Reine Effekthändler (N=6) weisen gegenüber Vermögensverwaltenden (N=13) höhere direkte Kosten auf. Es ist zu beachten, dass die Abgaben nach der geltenden Erhebungsmethodik mit einer zweijährigen Verzögerung berechnet werden, basieren doch die für 2002 erhobenen Werte auf den Bilanzsummen des Jahres 2000.

5.2 KOSTEN DER EXTERNEN UND INTERNEN REVISION

Gemäss Tabelle 3 betragen die totalen Kosten der externen und internen Revision bei 14 einbezogenen Instituten 1.30 Mio. CHF. Davon sind rund 0.72 Mio. CHF oder 55.8 % allein auf die Regulierungsbestimmungen zurückzuführen.

Der Anteil der gesamten Revisionskosten am Geschäftsaufwand beläuft sich auf aggregierter Ebene²³⁴ auf 1.1% und derjenige der inkrementellen Kosten auf 0.6%. Auf Einzelinstitutsebene²³⁵ macht der Anteil der totalen Revisionskosten am Geschäftsaufwand 1.2% aus, was darauf zurückzuführen ist, dass ein Institut einen Wert von 4.7% ausweist. Pro Vollzeitstelle betragen die totalen Revisionskosten 4'457 CHF.

²²⁹ Die Gebühren umfassen Abgaben für Verfahrenskosten, Verwaltungsverfahren, besonderen Aufsichts-aufwand und Dienstleistungen; Vgl. Art. 11ff. EBK-GebV.

²³⁰ Die Grundabgabe beträgt für Effekthändler und Banken 5'000 CHF; Vgl. Art. 4 Abs. 1 EBK-GebV.

²³¹ Vgl. Art. 7 Abs. 1 EBK-GebV.

²³² Vgl. Art. 8 Abs. 2 EBK-GebV.

²³³ Vollzeitkosten = jährliche Kosten (2002) pro Vollzeitstelle.

²³⁴ „Aggregiert“ meint die Summe der Revisionskosten aller Institute dividiert durch den totalen Geschäftsaufwand aller Institute.

²³⁵ „Einzelinstitutsebene“ meint die Revisionskosten am Geschäftsaufwand pro Institut im Durchschnitt aller Institute.

Tabelle 3: Kosten der externen und internen Revision

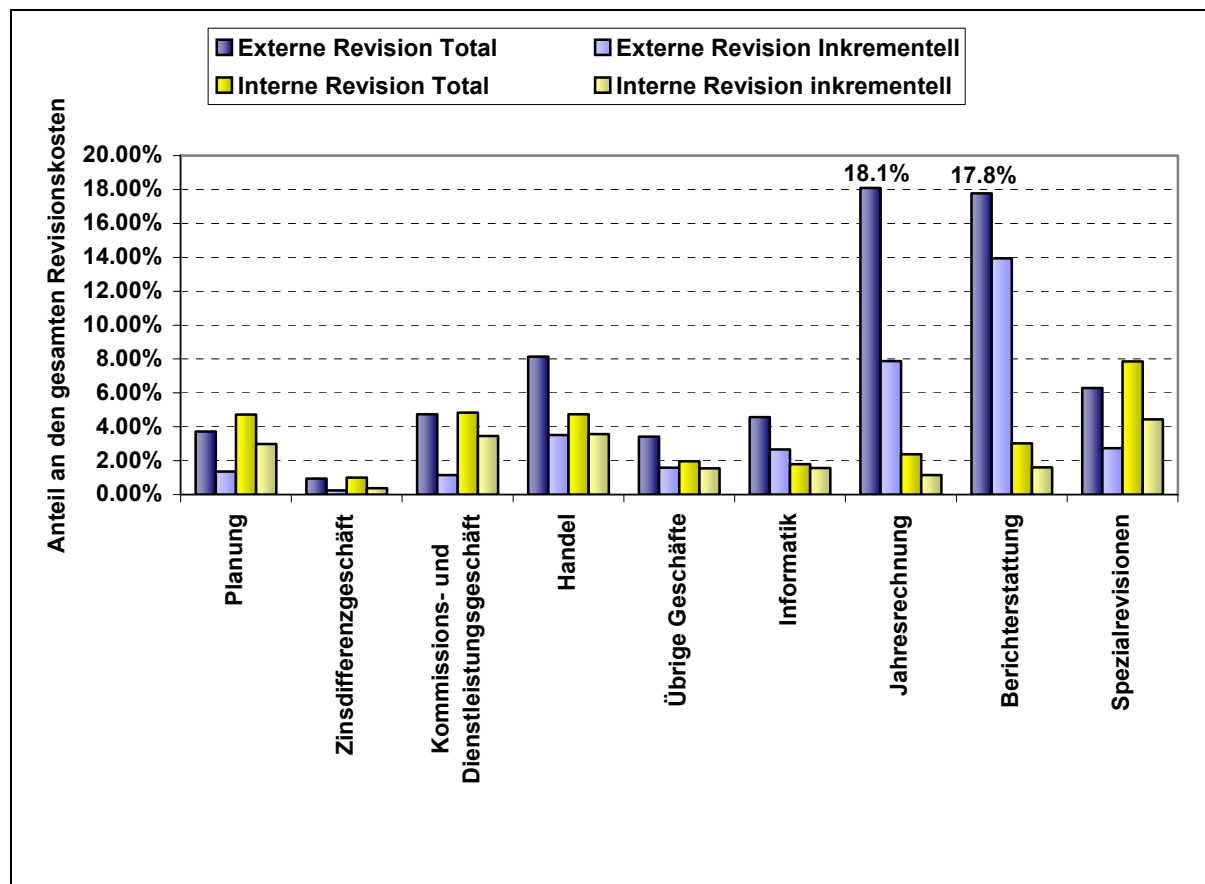
	Inkrementelle Revisionskosten (TCHF)		Totale Revisionskosten (TCHF)		Anteil des Inkrements am Total der Revisionskosten
	Kosten	Anteil	Kosten	Anteil	
Externe Revision	457	62.9%	881	67.7%	51.8%
Interne Revision	269	37.1%	420	32.3%	64.0%
Summe	726	100.0%	1'301	100.0%	55.8%

Quelle: Eigene Darstellung.

Die Aufteilung der totalen Revisionskosten zeigt, dass die externe Revision mit 67.7% im Vergleich zur internen Revision den Grossteil ausmacht. Die inkrementellen Kosten betragen 51.8% bei der externen bzw. 64.0% bei der internen Revision. Die externe Revision dient dem eigentlichen Geschäftszweck damit etwas mehr als die interne Prüfung.

In Abbildung 8 werden die externen und internen Revisionskosten auf die einzelnen Prüffelder aufgeteilt und in Beziehung zu den gesamten Revisionskosten gesetzt. Die Kosten werden zudem je nach ihrem totalen und inkrementellen Anteil, der je nach Prüffeld divergiert, unterteilt.

Abbildung 8: Anteil der Prüffelder an den gesamten Revisionskosten



Quelle: Eigene Darstellung.

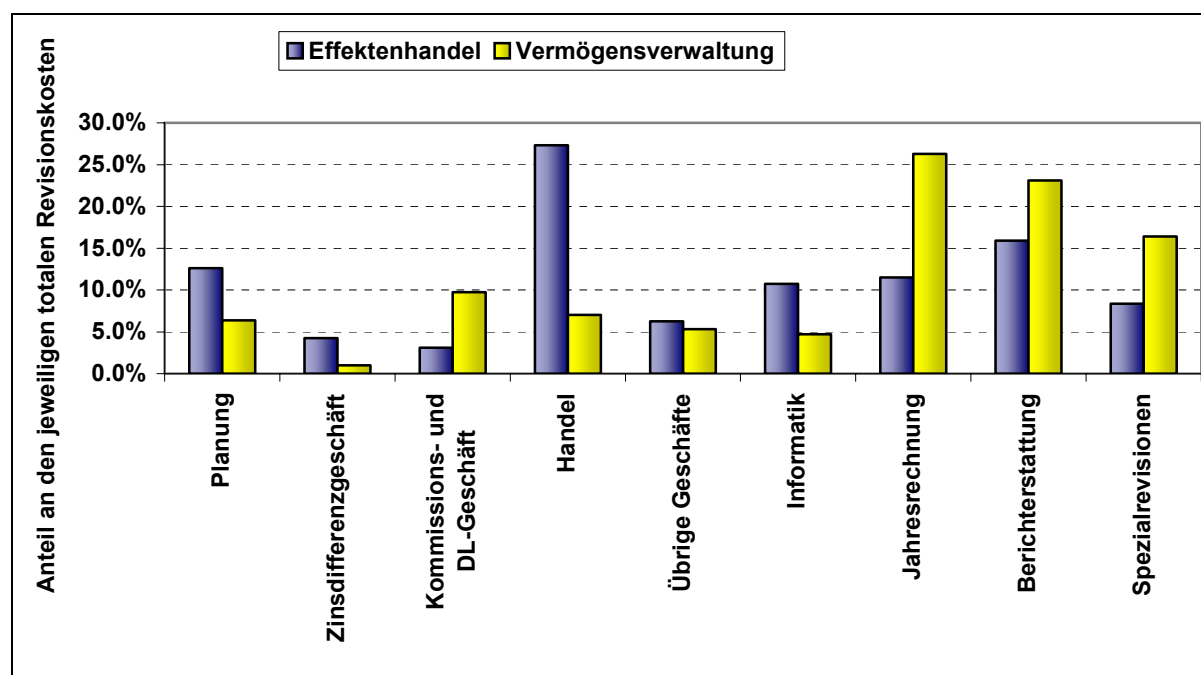
Bei der externen Revision stellen die Prüfung der Jahres- und Konzernrechnung sowie der bankengesetzlichen Berichterstattung mit je rund 18% der gesamten Revisionskosten die grössten Posten dar. Der hohe inkrementelle Anteil im Prüffeld Berichterstattung bedeutet, dass ein beachtlicher Anteil der Berichterstattungskosten ursächlich auf Regulierungsbestimmungen zurückzuführen ist.

Bei der internen Revision weist der Bereich Spezialrevisionen die höchsten Kosten auf, gefolgt von den Ausgaben für Handel, Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft sowie Planung. Der erwähnte hohe inkrementelle Anteil verteilt sich auf sämtliche Prüffelder.

Das Prüffeld Zinsdifferenzgeschäft ist erwartungsgemäss unbedeutend und verursacht kaum Revisionskosten. Erstaunlich gering fallen die Revisionskosten im Prüffeld Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft aus, erzielen doch die vermögensverwaltenden Effekthändler in dieser Sparte hohe Ertragszahlen (Vgl. Kapitel 2.3).

Abbildung 9 vergleicht die prozentualen Ausgaben für die externe und interne Revision pro Prüffeld in Bezug zu den jeweiligen totalen Revisionskosten, unterteilt nach dem Tätigkeitsgebiet der Effekthändler.

Abbildung 9: Verteilung der Revisionskosten nach Tätigkeitsgebiet



Quelle: Eigene Darstellung.

Bei den reinen Effekthändlern (N=4) bildet naturgemäss der Handel das wichtigste Prüffeld, während bei den vermögensverwaltenden Instituten (N=9) die Prüfung von Jahresrechnung und Berichterstattung den Löwenanteil aller Kosten ausmacht.

Die reinen Effekthändler stehen mit durchschnittlich 0.6% des Geschäftsaufwandes zu Buche, während die Vermögensverwaltenden mit 1.6% eine deutlich höhere Quote aufwei-

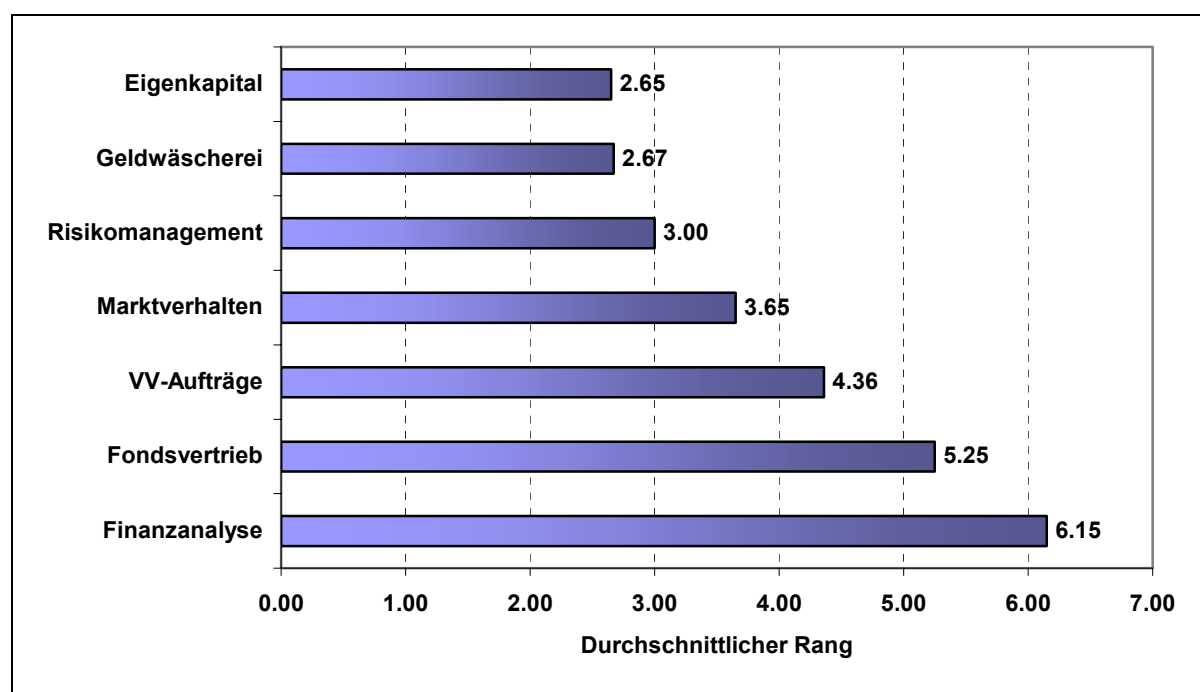
sen. Auf Vollzeitstellenbasis betragen die totalen Revisionskosten 3'013 CHF für reine Effekthändler und 6'148 CHF für vermögensverwaltende Institute.

5.3 COMPLIANCE KOSTEN

5.3.1 KOSTEN/NUTZEN

Bei der Frage nach dem Regulierungsfeld, das die höchsten Kosten verursacht, werden 17 Antworten berücksichtigt.²³⁶ Die Abbildung 10 veranschaulicht den durchschnittlichen Kostenrang der Regulierungsgebiete, wobei ein tiefer Rang hohe Kosten bedeutet.

Abbildung 10: Durchschnittlicher Rang in der Kostenhierarchie

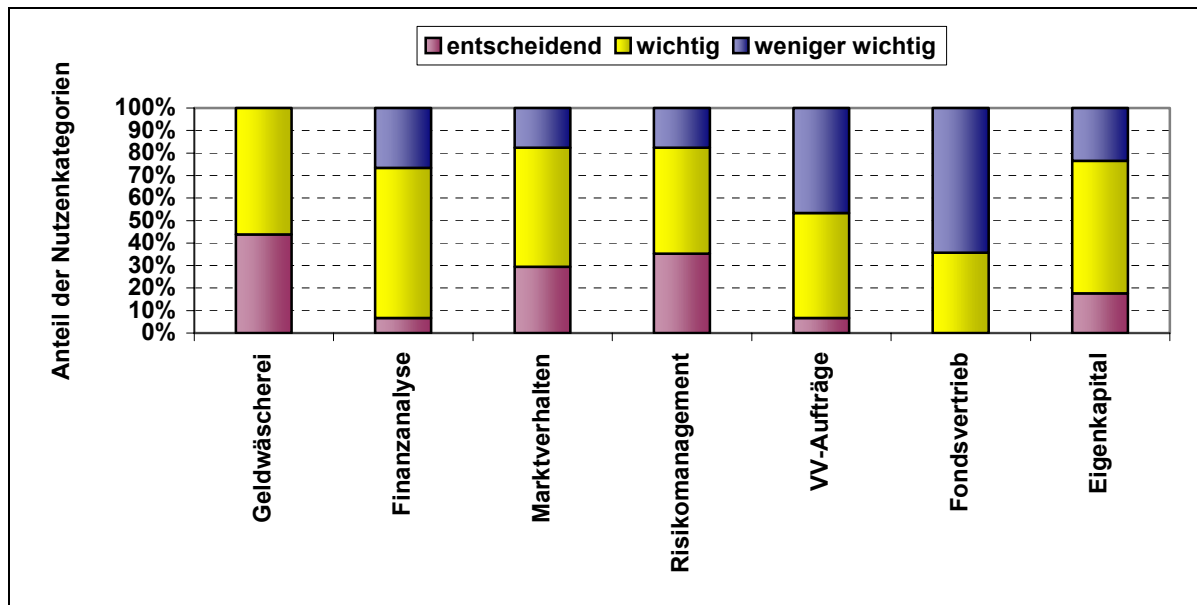


Quelle: Eigene Darstellung.

Das Umfrageresultat ergibt, dass das Regulierungsgebiet Eigenkapital sowie die Geldwäschereiprävention die grössten Compliance Kosten verursachen, dicht gefolgt vom Risikomanagement. Die Compliance Gebiete Marktverhalten, Vermögensverwaltungsaufträge, Fondsvertrieb und Finanzanalyse folgen mit jeweils deutlichen Abständen.

Die Abbildung 11 zeigt, wie die erfassten Institute den Nutzen der sieben Regulierungsgebiete für den Finanzplatz Schweiz als „entscheidend“, „wichtig“ oder „weniger wichtig“ einstufen.

²³⁶ Es werden nur diejenigen Institute erfasst, die die Compliance Kosten sowohl qualitativ als auch quantitativ angeben.

Abbildung 11: Nutzenbeurteilung der Regulierungsgebiete

Quelle: Eigene Darstellung.

Der deutlich höchste Nutzen wird der Geldwäschereiprävention beigemessen. Die geringste Bewertung erhält demgegenüber der Nutzen aus dem Regulierungsgebiet Fondsvertrieb.

In Tabelle 4 werden die *Kosten- und Nutzenränge*²³⁷ der sieben Regulierungsgebiete verglichen. Die Rangunterschiede zwischen Kosten und Nutzen werden in der vierten Spalte aufgelistet. Positive Rangunterschiede bedeuten, dass die Regulierungsgebiete einen besseren Nutzen- als Kostenrang einnehmen.

Tabelle 4: Kosten-Nutzen-Vergleich der sieben Regulierungsgebiete

Regulierungsgebiet	Kostenrang	Nutzenrang	Rangunterschied
Geldwäschereiprävention	2	1	1
Finanzanalyse	7	5	2
Marktverhalten	4	3	1
Risikomanagement	3	2	1
Vermögensverwaltungsaufträge	5	6	-1
Fondsvertrieb	6	7	-1
Eigenkapital	1	4	-3

Quelle: Eigene Darstellung.

²³⁷ Der Nutzenrang wird berechnet, indem den Bewertungen „entscheidend“ die Note 1, „wichtig“ die Note 2 und „weniger wichtig“ die Note 3 zugeordnet wurden. Der tiefste Notendurchschnitt ergibt den tiefsten Nutzenrang, d.h. den höchsten Nutzen.

Den grössten positiven Rangunterschied weist das Regulierungsgebiet Finanzanalyse auf, bei dem die geringsten Kosten anfallen. Die klar schlechteste Kosten-Nutzen-Bilanz verzeichnet demgegenüber das Regulierungsfeld Eigenkapital, wo der Nutzen trotz zweithöchsten Kosten bloss als mittelmässig beurteilt wird. Nur geringe Rangdifferenzen resultieren in den übrigen Gebieten.

Mittels des Rangkorrelationskoeffizienten von Spearman²³⁸ lässt sich für die vorliegenden Daten eine Korrelation von 0.68 zwischen Kosten- und Nutzenrang ermitteln. Diese hohe Korrelation zwischen den Rangreihen deutet auf eine angemessene Regulierung im Sinne der Kosten-Nutzen-Betrachtung hin.²³⁹

5.3.2 QUANTIFIZIERUNG

Die Quantifizierung der Compliance Kosten ist schwierig und aufwändig. Weil die vorliegenden Schätzungen aber wertvolle Hinweise zur Grössenordnung der verschiedenen Regulierungsgebiete liefern, wird deren Auswertung trotz gewisser Einschränkungen unternommen.

Die gesamten Compliance Kosten bei 17 einbezogenen Instituten belaufen sich auf rund 5.5 Mio. CHF. Die Unterteilung in Personal- und Sachkosten zeigt, dass die Personalkosten mit 65% Anteil beinahe doppelt so hoch wie die Sachaufwendungen ausfallen. Im Verhältnis zum Geschäftsaufwand aller Institute belaufen sich die aggregierten Compliance Kosten auf 3.4%, entsprechend einem Betrag von 13'504 CHF pro Vollzeitstelle. Auf Einzelinstitutsebene betragen die Compliance Kosten im Verhältnis zum Geschäftsaufwand hohe 4.9%, was darauf zurückzuführen ist, dass drei Institute Werte von über 10% angeben.

Die Tabelle 5 veranschaulicht die aggregierten Compliance Kosten in den sieben Regulierungsgebieten.

²³⁸ Vgl. Bohley 1996, S.249f. für eine genauere Umschreibung des Rangkorrelationskoeffizienten nach Spearman.

²³⁹ Eine Korrelation von +1 bedeutet, dass das wichtigste Regulierungsgebiet die höchsten Kosten, das zweitwichtigste Gebiet die zweitgrössten Kosten nach sich zieht, usw. Eine Korrelation von -1 besagt, dass das wichtigste Regulierungsgebiet die kleinsten Kosten, das zweitwichtigste Gebiet die zweitkleinsten Kosten verursacht, etc.

Tabelle 5: Compliance Kosten pro Regulierungsgebiet

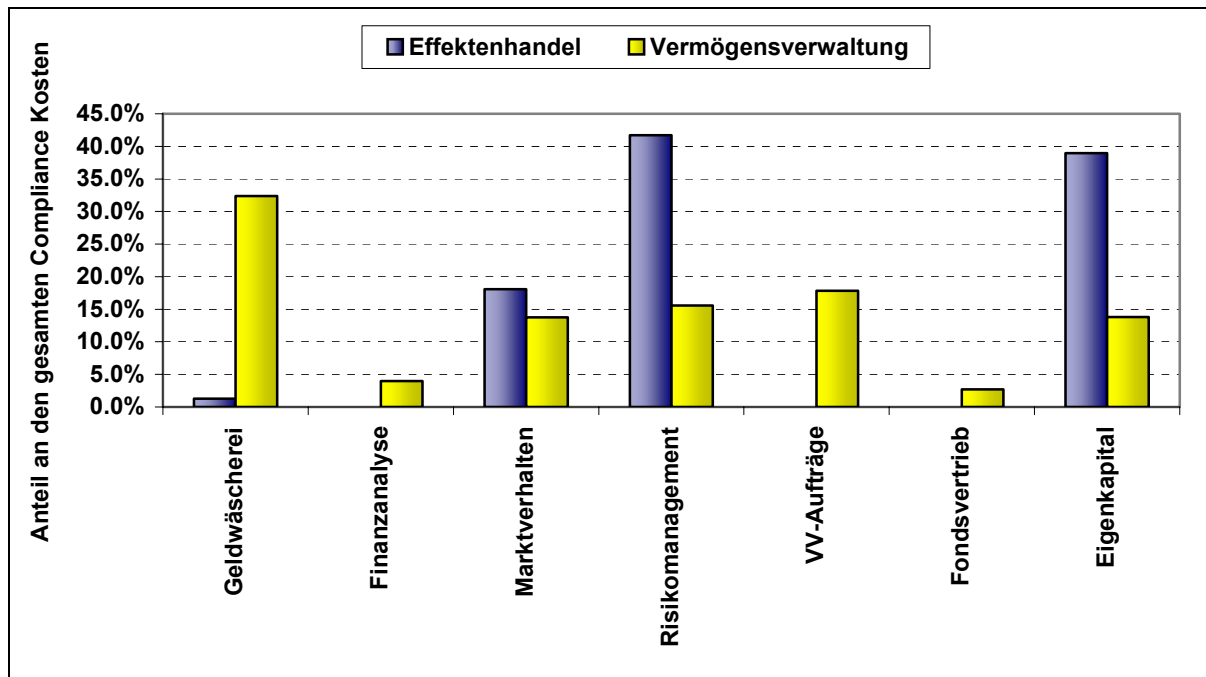
Regulierungsgebiet	TCHF	Anteil am Total	Rang	Kostenrang aus Tabelle 4
Geldwäschereiprävention	1'258	22.8%	2	2
Finanzanalyse	153	2.8%	6	7
Marktverhalten	801	14.5%	4	4
Risikomanagement	1'226	22.2%	3	3
Vermögensverwaltungsaufträge	681	12.4%	5	5
Fondsvertrieb	104	1.9%	7	6
Eigenkapital	1'288	23.4%	1	1
Summe	5'511	100.0%		

Quelle: Eigene Darstellung.

Die grössten Compliance Kosten weist mit 23.4% das Regulierungsfeld Eigenkapital auf, dicht gefolgt von der Geldwäschereiprävention und dem Risikomanagement mit ca. 22.8% resp. 22.2% Anteil. Damit sind diese drei Regulierungsgebiete mit rund 70% für das Gros der Compliance Kosten verantwortlich.

Die Gegenüberstellung der quantitativen und qualitativen Kostenränge auf aggregierter Ebene ergibt eine beachtliche Datenqualität. Mit Ausnahme der letzttrantierten Regulierungsgebiete Finanzanalyse und Fondsvertrieb bestätigen die quantitativen Daten die qualitativen Kostenschätzungen.

In Abbildung 12 erfolgt eine Gegenüberstellung der prozentualen Ausgaben pro Compliancebereich im Verhältnis zu den jeweiligen totalen Compliance Kosten, aufgeteilt nach dem Tätigkeitsgebiet der Effekthändler.

Abbildung 12: Verteilung der Compliance Kosten nach Tätigkeitsgebiet

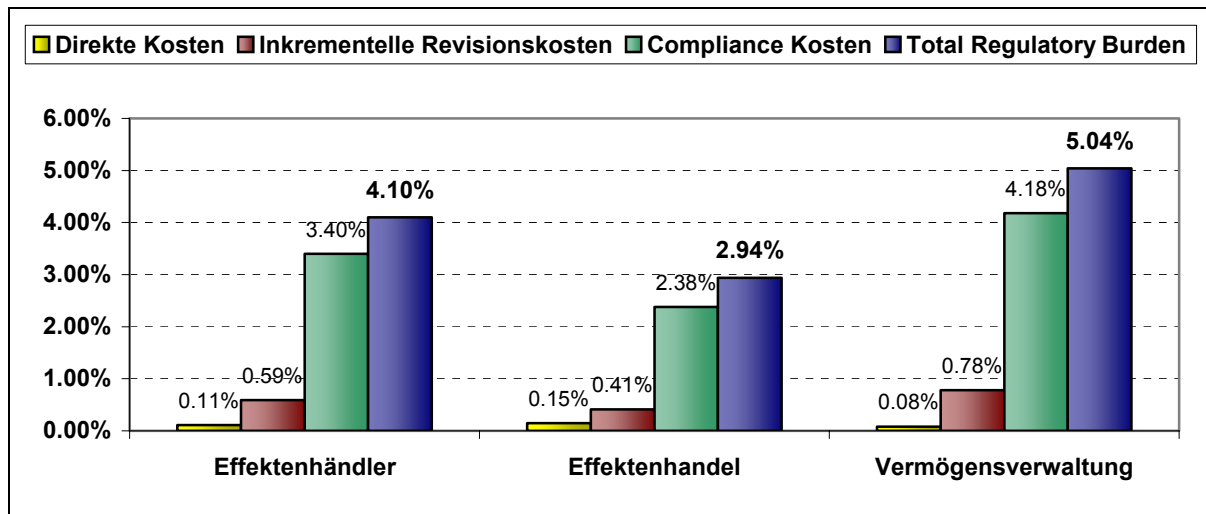
Quelle: Eigene Darstellung.

Die vermögensverwaltenden Effektenhändler (N=12) weisen Kosten in allen Compliancegebieten auf. Die grössten Lasten verursacht die Geldwäschereiprävention. Die Compliance Kosten in den Bereichen Vermögensverwaltungsaufträge, Risikomanagement, Eigenkapital und Marktverhalten bewegen sich alle in der gleichen Grössenordnung. Bei den reinen Effektenhändlern (N=4) konzentrieren sich die Ausgaben auf die Bereiche Marktverhalten, Risikomanagement und Eigenkapital. Es fällt auf, dass die Kosten im Bereich der Geldwäschereiprävention bei dieser Kategorie viel schwächer ins Gewicht fallen. Sie treten dort nur einzeln Kosten auf und sind zudem sehr gering, weil ja lediglich die Handelsgegenparteien überprüft werden müssen.

Im aggregierten Vergleich weisen die vermögensverwaltenden Institute (4.2% im Verhältnis zum Geschäftsaufwand) um 75% höhere Compliance Kosten aus als die reinen Effektenhändler (2.4%). Der Unterschied verringert sich bei Betrachtung der Vollzeitstellenkosten, die bei den vermögensverwaltenden 15'255 CHF, bei den reinen Effektenhändlern 11'568 CHF betragen.

5.4 REGULATORY BURDEN IM ÜBERBLICK

Zusammenfassend präsentiert die Abbildung 13 die Regulatory Burden der Effektenhändler sowie der beiden Unterkategorien im Verhältnis zum jeweiligen Geschäftsaufwand.

Abbildung 13: Regulatory Burden im Verhältnis zum Geschäftsaufwand

Quelle: Eigene Darstellung.

Die Regulatory Burden beträgt 4.1% für die Gesamtheit aller Effektenhändler. Bei den vermögensverwaltenden Instituten liegen die summierten Regulierungskosten mit 5.04% um 70% höher als bei den reinen Effektenhändlern (2.94%). Über alle Kategorien machen die Compliance Kosten mit mindestens 80% der Regulatory Burden den Löwenanteil aus.

Die Tabelle 6 vermittelt eine detailliertere Übersicht der Regulatory Burden für alle Kategorien, ausgedrückt in Kosten pro Vollzeitstelle.

Tabelle 6: Regulatory Burden pro Vollzeitstelle

Regulatory Burden in CHF pro Vollzeitstelle 2002	Effektenhändler	Effektenhandel	Vermögensverwaltung
Direkte Kosten	405	614	286
Inkrement. externe Revisionskosten	1'563	1'057	2'174
Inkrement. interne Revisionskosten	921	922	865
Inkrement. Revisionskosten total	2'484	1'979	3'039
Geldwäschereiprävention	3'084	145	4'936
Risikomanagement	3'004	4'825	2'372
Eigenkapital	3'156	4'508	2'107
Andere	4'260	2'090	5'840
Compliance Kosten total	13'504	11'568	15'255
Regulatory Burden	16'393	14'161	18'580

Quelle: Eigene Darstellung.

Es bestätigt sich, dass die vermögensverwaltenden Effektenhändler mit 18'580 CHF die grössten Regulierungslasten tragen. Die Feinbetrachtung unterstreicht die geringe Bedeutung der direkten Kosten. Bei den inkrementellen Revisionskosten liegen die vermögensverwaltenden Institute wegen des beträchtlichen Anteils der externen Revision deutlich am höchsten.

Die Analyse der Compliance Kosten untermauert den bedeutenden Stellenwert der Geldwäschereibestimmungen für vermögensverwaltende Institute. In den Regulierungsfeldern Risikomanagement und Eigenkapital dagegen verzeichnen die reinen Effekthändler deutlich höhere Kosten pro Vollzeitstelle.

5.5 AUSSAGEKRAFT DER ERGEBNISSE

Der kleine Anteil antwortender Institute in Bezug auf die Grundgesamtheit der Effekthändler verleiht der Stichprobe einen zufälligen Charakter. Die bereits erwähnten Grenzen von Kosten-Nutzen-Analysen (Vgl. Kapitel 4.1.2) und speziellen Probleme und Einschränkungen bei der Durchführung der empirischen Untersuchung (Vgl. Kapitel 4.2.4) verstärken zudem die Bedenken bezüglich der Ergebnisqualität.

Mittels der Überprüfung von Konsistenz und Robustheit der Daten sowie der Anknüpfung an bestehende Vergleichsstudien gelingt es trotz dem gegebenen kleinen Stichprobenumfang, die Aussagekraft der Ergebnisse in gewissem Umfang zu erhärten.

5.5.1 KONSISTENZ

Konsistenz zwischen Revisions- und Compliance Kosten

Der erste Konsistenztest widmet sich dem Grössenvergleich zwischen den Revisions- und den Compliance Kosten. Auf aggregierter Ebene übertreffen die Compliance- die Revisionskosten, was durch die Kontrollfrage bestätigt wird.

Auf Einzelinstitutsebene fällt der Grössenvergleich zwischen den beiden Kostenstellen bei lediglich 56% der Effekthändler konsistent aus. Beachtliche 44% geben an, dass die Revisionskosten gegenüber den Compliance Kosten höher ausfallen, obwohl die effektive Quantifizierung der jeweiligen Kostenangaben diesen Sachverhalt nicht bestätigt.

Eine Begründung der inkonsistenten Angaben bedürfte, falls sie überhaupt rational zu erklären und nicht Schätzfehlern zuzurechnen sind, intensiver Abklärungen bei den einzelnen Instituten. Inkonsistente Antworten betreffen alle Grössenklassen der Unternehmen und sind folglich unabhängig von der Institutsgrösse.

Werden nur diejenigen Institute berücksichtigt, die konsistente Datensätze liefern, verkleinern sich die aggregierten Revisionskosten von 1.3 Mio. auf 0.8 Mio. CHF. Im Verhältnis zum Geschäftsaufwand nehmen sie indessen von 1.1% auf 1.3% zu. Die Compliance Kosten verringern sich von 5.5 Mio. auf 3.3 Mio. CHF. Im Verhältnis zum Geschäftsaufwand betragen sie neu beachtliche 5% (zuvor 3.4%). Der Anstieg des Verhältnisses ist darauf zurückzuführen, dass einzelne widerspruchsfrei antwortende Institute verhältnismässig grosse Kennzahlen aufweisen, die unter Ausschluss der inkonsistenten Daten mehr ins Gewicht fallen.

Konsistenz der Kostenrangliste

Der zweite Konsistenztest vergleicht die Kostenranglisten, die sich aus der qualitativen resp. quantitativen Schätzung der Compliance Kosten pro Regulierungsgebiet ergeben. Auf aggregierter Ebene ist dieser Test bereits in die Auswertung der Ergebnisse integriert und ergibt eine ansprechende Datenqualität (Vgl. Kapitel 5.3.2).

Auf Einzelinstitutsebene zeigt sich jedoch, dass die Daten nur bei 4 von 17 Instituten übereinstimmen, wobei die Abweichungen zumeist vereinzelt, manchmal markant ausfallen. Diese beträchtlichen Ungereimtheiten sind grundsätzlich schwierig zu interpretieren, da sie entweder auf Schätzfehler, mangelnde Sorgfalt beim Ausfüllen des Fragebogens oder auf einmalige Aufwendungen in einem Regulierungsgebiet, das ansonsten keine grossen Kosten verursacht, zurückzuführen sind.

Als kurzes Fazit der zwei Konsistenztests gilt es zu vermerken, dass die Datenqualität auf aggregierter Stufe gut ausfällt, was die Aussagekraft der Studie untermauert. Die Betrachtung der Einzelinstitutsebene zeigt jedoch ein weniger erfreuliches Bild. Das bescheidene Aumass der Übereinstimmungen unterstreicht die Probleme bei der Schätzung der Compliance Kosten und gibt Anlass, diese eher als Richtwerte denn als absolute Grössen zu interpretieren.

5.5.2 ROBUSTHEIT

Die Tabelle 7 zeigt, wie sich die aggregierten Daten für alle Kostenstellen in Bezug auf Geschäftsaufwand und Vollzeitstelle verändern, wenn jeweils der grösste und kleinste Wert weggelassen wird.

Tabelle 7: Robustheit der Daten bei Weglassen der beiden Extrema

Kostenstellen	Geschäftsaufwandbasis	Vollzeitstellenbasis
Direkte Kosten	-18.2%	-17.0%
Inkrementelle Revisionskosten	+8.5%	+3.0%
Compliance Kosten	-12.9%	-13.9%

Quelle: Eigene Darstellung.

Bei den direkten und Compliance Kosten fallen die Aufwendungen nach Abzug der Extremwerte geringer aus, während sie bei den inkrementellen Revisionskosten zunehmen. Er-sichtlich wird, dass die direkten Kosten den grössten Schwankungen unterworfen sind, was angesichts ihrer geringen Bedeutung jedoch keinen Einfluss auf die Aussagekraft der Ergebnisse hat. In der wichtigsten Kostenkategorie sind die Abschläge von mehr als 10% indessen beachtlich, was hinsichtlich der Robustheit der Compliance Kosten nicht gerade optimistisch stimmt.

Die Compliance Kosten werden einem zweiten, speziell für die kleine Grundgesamtheit der Untersuchung entwickelten Prüfverfahren unterzogen. Dieses berechnet systematisch die

Compliance Kosten pro Geschäftsaufwand und Vollzeitstelle für alle möglichen Teilstichproben, wenn jeweils 2 Institute von der Grundgesamtheit ausgeschlossen werden. Auf aggregierter Ebene zeigt der zweite Robustheitstest im Gegensatz zum ersten Prüfverfahren, dass der Anteil am Geschäftsaufwand und die Kosten pro Vollzeitstelle wenig verzerrt sind und folglich eine gute Annäherung an die wirklichen Compliance Kosten liefern. Die entsprechenden Abbildungen mit Kommentaren befinden sich im Anhang II.

Die Aufteilung in reine und vermögensverwaltende Effekthändler bewirkt, dass die Teilstichproben, insbesondere bei den im Effektenhandel tätigen Instituten, statistisch gesehen zu klein sind und folglich Potenzial für Datenverzerrungen beinhalten. Die Überprüfung der Datenrobustheit, aufgeteilt nach dem Tätigkeitsgebiet der Effekthändler, zeigt jedoch eine erstaunlich hohe Datenqualität (Vgl. Darstellungen im Anhang II).

5.5.3 VERGLEICH MIT DEN RESULTATEN ANDERER STUDIEN

Bei der Gegenüberstellung der Ergebnisse mit Resultaten anderer Studien ist grundsätzlich Vorsicht angebracht. Neben dem unterschiedlichen Zeitpunkt der Datenerfassung divergiert meist die Erhebungs- und Auswertungsmethodik. Insbesondere sind Vergleiche mit internationalen Studien schwierig vorzunehmen, existiert doch z.B. im Ausland keine zum schweizerischen Effekthändler analoge Institution. Auf eine detailliertere Überprüfung der Datenqualität im internationalen Vergleich wird deshalb bewusst verzichtet.

Grobvergleich mit internationalen Studien

Das Gros der internationalen, insbesondere der britischen Literatur über die Regulierungskosten befasst sich weniger mit absoluten Kenngrößen als vielmehr mit dem Verhältnis der direkten zu den Compliance Kosten. Erste Schätzungen im Jahre 1987 zeigten, dass die Compliance Kosten ungefähr dem vierfachen Umfang der direkten Kosten entsprechen.²⁴⁰ Dieses Verhältnis ist zwischenzeitlich empirisch untermauert und als Faustregel etabliert.²⁴¹ Die direkten Kosten umfassen bei diesen Studien die Regulierungskosten, die innerhalb der Finanzmarktaufsicht anfallen und beinhalten auch die externen Revisionskosten, da Letztere im Gegensatz zur schweizerischen Regulierung direkt an die Aufsichtsbehörde entrichtet werden.

In der vorliegenden Arbeit machen die Compliance Kosten knapp das Viereinhalbfache der direkten Kosten und externen Revisionskosten aus. Die Größenordnungen der Kostenstellen stimmen also in etwa überein. Die Differenzen sind wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass die Vergleichsstudien unterschiedlich datiert sind und die vorliegende Arbeit aufgrund ihrer Aktualität den Regulierungsschub der letzten Jahre mitberücksichtigt. Zudem

²⁴⁰ Im Jahre 1987 schätzte Lomax die direkten Kosten der Einführung der Financial Services Act in Grossbritannien auf 20 Mio. £ und die Compliance Kosten auf 80 Mio. £; Vgl. Briault 2003, S.5.

²⁴¹ Die Studie von Franks, Schaefer und Staunton z.B. bestätigt diesen Sachverhalt für Wertpapier- sowie Investment Management Firmen; Vgl. Franks/ Schaefer/ Staunton 1998, S.1560.

dürften die strengeren Geldwäschereibestimmungen in der Schweiz zu höheren Compliance Kosten führen.²⁴²

EBK-Studie zum Umfang der Revisionsarbeiten

Die banken- und börsengesetzlichen Revisionsstellen sind verpflichtet, jährlich den Revisionsaufwand bei Banken und Effekthändlern zuhanden der Bankenkommission zu erheben. Die neueste Veröffentlichung präsentiert wie die vorliegende Arbeit die Revisionskosten aus dem Jahre 2002.

Bei den 78 erfassten Effekthändlern belaufen sich gemäss EBK-Studie die Revisionskosten pro Vollzeitstelle auf 3'694 CHF. Diese Kennzahl fällt in der vorliegenden Studie um 20% höher aus. Die Resultate auf Geschäftsaufwandsbasis unterscheiden sich stark, basieren allerdings auf unterschiedlicher Berechnungsart. Ein ähnliches Bild liefert indessen die Aufteilung in externe und interne Revisionskosten. Der Anteil der externen Revision beträgt in der EBK-Studie 63%, verglichen mit 65% in der vorliegenden Studie. Bei der EBK-Studie zeigt die Aufteilung auf die verschiedenen Prüffelder, dass die Bereiche Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft, Jahresrechnung, Berichterstattung sowie Spezialrevisionen die höchsten Kosten verursachen. Mit Ausnahme des Kommissions- und Dienstleistungsgeschäftes stimmen diese Resultate mit der vorliegenden Studie überein. Werden in beiden Studien je die Kostenränge der verschiedenen Prüffelder erhoben, lässt sich ein Rangkorrelationskoeffizient von 0.65 berechnen. Diese Korrelation bedeutet, dass die Kostenränge der einzelnen Prüffelder grob übereinstimmen.

Auch wenn die vorliegende Studie leicht höhere Revisionskosten errechnet, fällt die Gröszenordnung der erhobenen Daten angesichts des kleinen Stichprobenumfangs grundsätzlich befriedigend aus.

²⁴² Vgl. o.V. 2004, S.25.

6 KOSTEN UND NUTZEN DER REGULIERUNG IM VERGLEICH

Der folgende Vergleich stützt sich auf die Diplomarbeit „Regulatory Burden: Die Kosten der Regulierung von Vermögensverwaltungsbanken in der Schweiz“ von Ivo Hubli. Diese Studie bezieht sich ebenfalls auf das Jahr 2002 und basiert auf Daten von 17 der insgesamt 30 VHV-Banken.²⁴³ Die Auswertung enthält eine Gliederung in grosse und kleine Banken.²⁴⁴

Im Hinblick auf die vergleichende Betrachtung von Effekthändlern und VHV-Banken wurden die Fragebogen an die beiden Adressaten-Kategorien möglichst weitgehend harmonisiert und durften die Datensätze der VHV-Studie mit Genehmigung des Autors verwendet werden.

Grundsätzlich hängen die erhobenen Kosten von drei Faktoren ab. Erstens werden sie beeinflusst durch die für den jeweiligen *Status* (Effekthändler, Bank) geltenden Regulierungsbestimmungen (Vgl. Kapitel 3.3). Zweitens spielt die primär ausgeübte *Tätigkeit* (Vermögensverwaltung, Effektenhandel, Zinsdifferenzgeschäft, Fondsvertrieb usw.) eine gewichtige Rolle. Schliesslich ist die Institutsgrösse von Bedeutung, indem der hohe Fixkostenanteil der Regulatory Burden markante *Skaleneffekte* verursacht.

Nicht zuletzt zwecks Quantifizierung von Regulierungsunterschieden wurde in der vorliegenden Studie die Unterteilung in reine und vermögensverwaltende Effekthändler vorgenommen. Der Vergleich zwischen vermögensverwaltenden Effekthändlern und kleinen VHV-Banken gestattet einigermaßen unverfälschte Aussagen zu den Kostenfolgen von statusbedingten Regulierungsunterschieden, weil diese beiden Unterkategorien verwandte Tätigkeitsgebiete aufweisen und Skaleneffekte wegen der ähnlichen Institutsgrösse²⁴⁵ grosso modo ausgeblendet werden.

6.1 DIREKTE KOSTEN

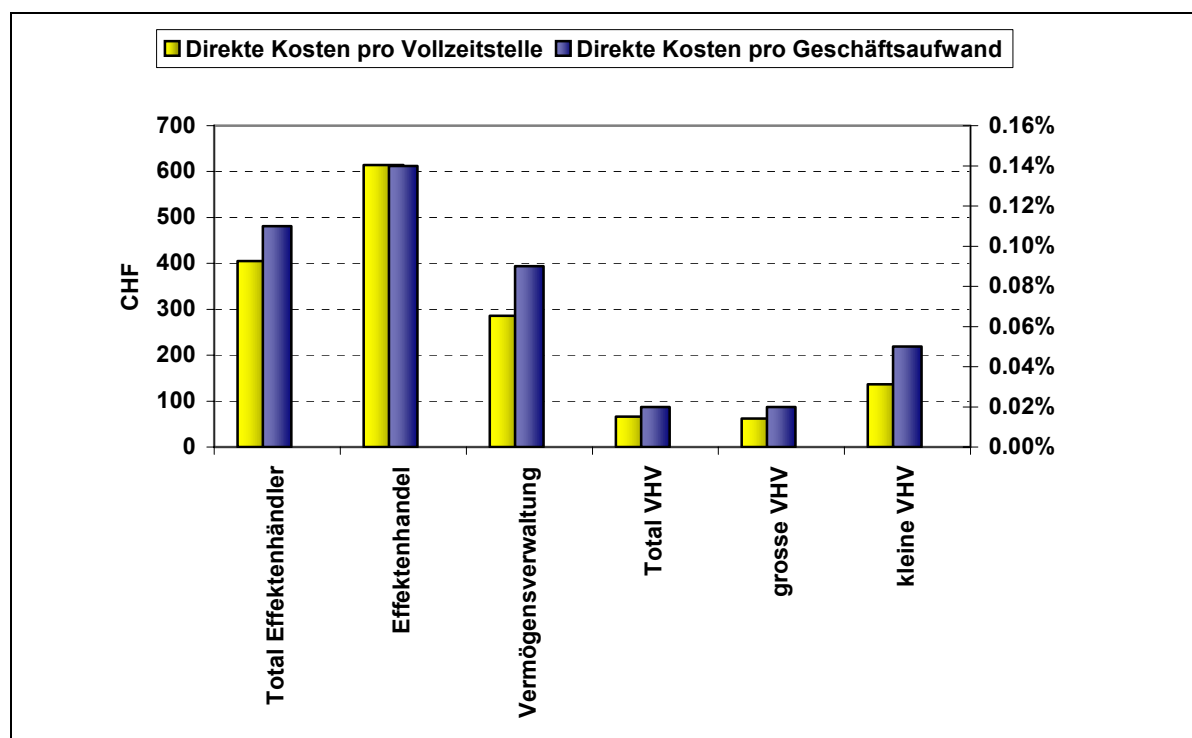
Die Abbildung 14 illustriert die aggregierten direkten Kosten, zum einen die Kosten pro Vollzeitstelle, andererseits die Totalkosten bezogen auf den Geschäftsaufwand für die Effekthändler, deren Unterkategorien Vermögensverwaltung und Effektenhandel und die VHV-Banken in ihrer Gesamtheit sowie in der Unterteilung für grosse und kleine Institute.²⁴⁶

²⁴³ In der VHV-Studie werden sowohl rund 89% des Ertragsvolumens als auch des Geschäftsaufwandes erfasst; Vgl. Hubli 2004, S.25.

²⁴⁴ Als Schwellenwert zwischen den beiden Kategorien gelten 100 Vollzeitstellen.

²⁴⁵ Geringe Skaleneffekte können nicht vollständig ausgeblendet werden, weil die durchschnittliche Mitarbeiterzahl bei den kleinen VHV-Banken etwas höher liegt.

²⁴⁶ Die Kostenentwicklung über die vergangenen Jahre kann nicht verglichen werden, weil bei den Effekthändlern im Gegensatz zu den VHV-Banken nur die Daten für das Jahr 2002 erhoben wurden.

Abbildung 14: Direkte Kosten pro Vollzeitstelle und Geschäftsaufwand

Quelle: Eigene Darstellung.

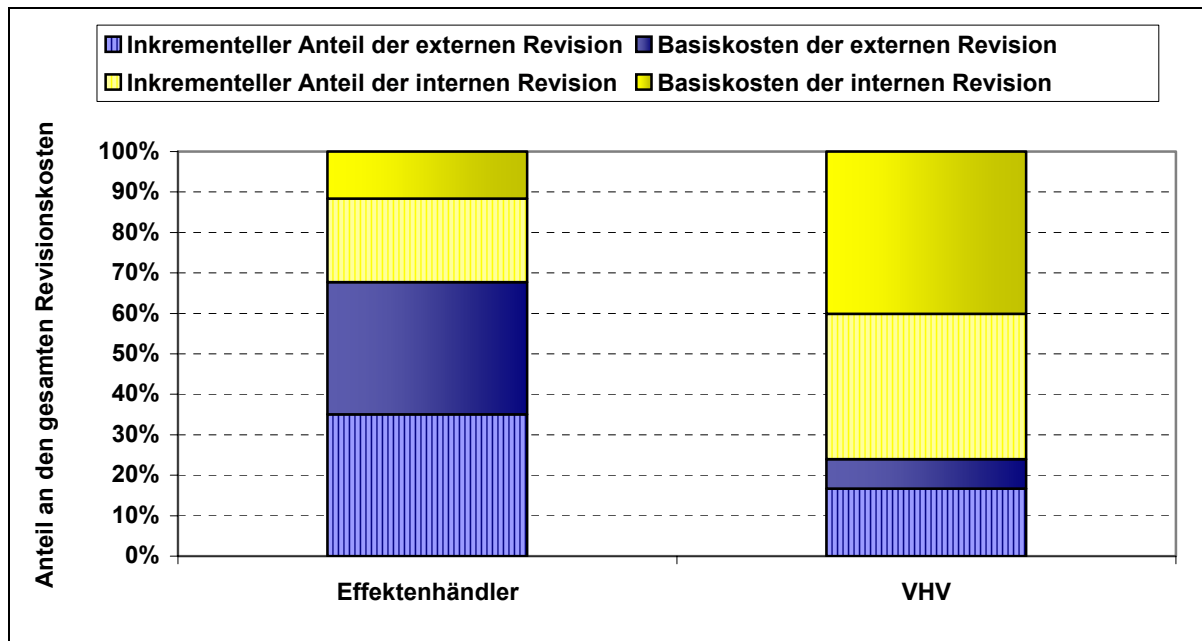
Im aggregierten Vergleich tragen die Effektenhändler die höheren direkten Kosten als die VHV-Banken (N=17). Sie machen bei den Effektenhändlern den knapp sechsfachen Betrag aus. Diese Differenz fällt zwar erstaunlich hoch aus, wird aber wegen der geringen Bedeutung der direkten Kosten nicht näher analysiert.

Die Darstellung der einzelnen Unterkategorien illustriert die Benachteiligung der beiden Effektenhändlerkategorien und kleinen VHV-Banken (N=9) durch Skaleneffekte.

6.2 KOSTEN DER EXTERNEN UND INTERNEN REVISION

Die Abbildung 15 zeigt, wie sich die totalen Revisionskosten der Effektenhändler und VHV-Banken in interne und externe Kosten aufgliedern. Es wird jeweils eine Unterteilung in Basiskosten, d.h. die dem eigentlichen Geschäftszweck dienlichen Aufwendungen, und inkrementelle Kosten (schraffiert) vorgenommen.

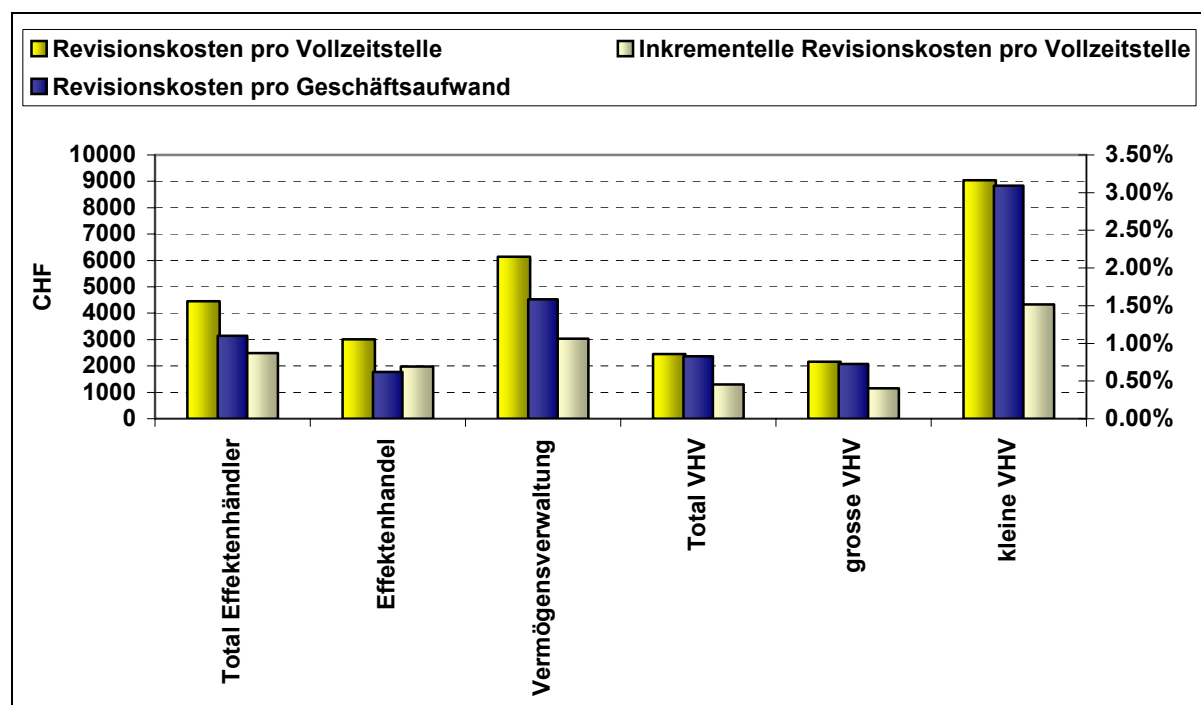
Abbildung 15: Verteilung der Revisionskosten



Quelle: Eigene Darstellung.

Bei den Effekthändlern überwiegen die Kosten für die externe Revision, bei den VHV-Banken diejenigen der internen Kontrolle. Es fällt auf, dass der inkrementelle Anteil die Basiskosten immer mindestens egalisiert. Besonders hohe Inkremente und somit einschneidende Regulierungsbestimmungen verzeichnen die Effekthändler bei der internen Revision und die VHV-Banken bei der externen Prüfung.

Die totalen und inkrementellen Revisionskosten pro Vollzeitstelle sowie die gesamten Kosten pro Geschäftsaufwand werden in der Abbildung 16 dargestellt.

Abbildung 16: Revisionskosten pro Vollzeitstelle und Geschäftsaufwand

Quelle: Eigene Darstellung.

Im aggregierten Vergleich tragen die Effekthändler, insbesondere auf Vollzeitstellenbasis, die höheren Revisionskosten als die VHV-Banken (N=16).

Bei der Betrachtung der einzelnen Unterkategorien fällt auf, dass vor allem die kleinen VHV-Banken (N=8), aber auch beide Effekthändlerkategorien negativen Skaleneffekten unterliegen, indem sie höhere Kosten als die grossen VHV-Banken (N=8) verzeichnen.

Im direkten Vergleich weisen die kleinen Banken gegenüber den vermögensverwaltenden Effekthändlern grössere Revisionskosten auf. Diese Mehrkosten sind indessen nicht auf zusätzliche Regulierungsvorschriften bei den Banken zurückzuführen. Die Detailauswertung ergibt, dass sie vielmehr entstehen, weil die kleinen VHV-Banken aufgrund ihres Geschäftsmodells insbesondere bei der Prüfung des Zinsdifferenz- sowie des Kommissions- und Dienstleistungsgeschäfts grössere Aufwendungen verzeichnen.

Die reinen Effekthändler erzielen auf Vollzeitstellenbasis höhere und im Verhältnis zum Geschäftsaufwand bloss leicht geringere Revisionskosten als die VHV-Banken. Die wegen ihrer Fokussierung auf den Effekthandel geringeren Kosten in gewissen Prüffeldern werden durch negative Skaleneffekte in etwa aufgewogen.

6.3 COMPLIANCE KOSTEN

6.3.1 KOSTEN/NUTZEN

Die Tabelle 8 zeigt die subjektive Beurteilung von Kosten und Nutzen der unterschiedlichen Regulierungsfelder für Effekthändler und VHV-Banken. Die jeweilige Differenz zwischen Kosten- und Nutzenrängen wird in den letzten zwei Spalten aufgeführt.

Tabelle 8: Kosten-Nutzen-Vergleich zwischen Effekthändlern und VHV-Banken

	Kostenrang Effekten- händler	Kostenrang VHV	Nutzenrang Effekten- händler	Nutzenrang VHV	Rangunter- schied Effek- tenhändler	Rangun- terschied VHV
Geldwäscherei	2	1	1	1	1	0
Finanzanalyse	7	7	5	7	2	0
Marktverhalten	4	4	3	3	1	1
Risikomanagement	3	3	2	4	1	-1
VV-Aufträge	5	5	6	2	-1	3
Fondsvertrieb	6	6	7	6	-1	0
Eigenkapital	1	2	4	4	-3	-2

Quelle: Eigene Darstellung.

Mit der Ausnahme, dass die Plätze von Geldwäscherei und Eigenkapital vertauscht sind, fallen die Kostenranglisten von Effekthändlern und VHV-Banken identisch aus. Grössere Differenzen ergeben sich bei der Beurteilung des Nutzens, was zu unterschiedlichen Rangdifferenzen führt.

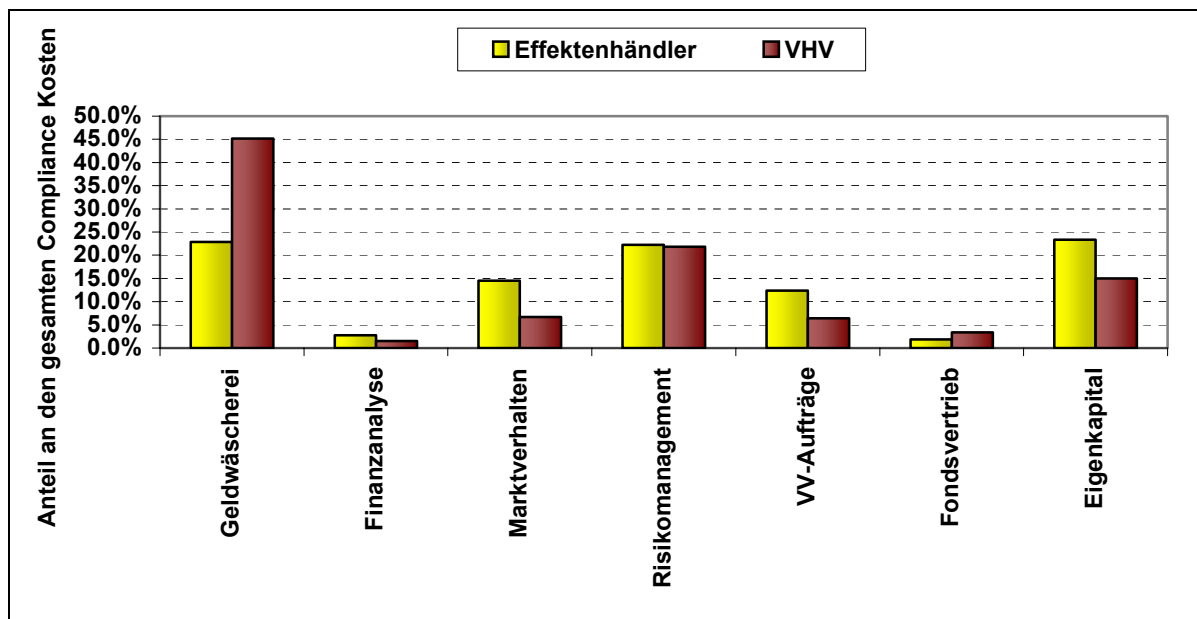
Das Regulierungsgebiet Eigenkapital wird bezüglich des Rangunterschieds von den Effekthändlern noch schlechter als bei den VHV-Banken eingestuft, was den Verdacht erhärtet, dass deren Bestimmungen einer angemessenen Kosten-Nutzen-Bilanz nicht gerecht werden. Die Korrelation der Regulierungskosten und -nutzen fällt für beide Kategorien hoch aus.

6.3.2 QUANTIFIZIERUNG

Die Abbildung 17 zeigt, wie sich die jeweiligen Compliance Kosten der Effekthändler und VHV-Banken²⁴⁷ prozentual auf die verschiedenen Regulierungsgebiete verteilen.

²⁴⁷ Die Compliance Kosten fallen für die VHV-Banken tendenziell zu hoch aus, weil die Institute ohne Sachkostenangabe von der Auswertung ausgeschlossen wurden. In der vorliegenden Studie hingegen wurde in analogen Fällen kein Ausschluss vorgenommen, weil die Rückfrage bei den Betroffenen ergab, dass tatsächlich keine Sachaufwendungen zu verzeichnen waren.

Abbildung 17: Verteilung der Compliance Kosten für Effekthändler und VHV-Banken



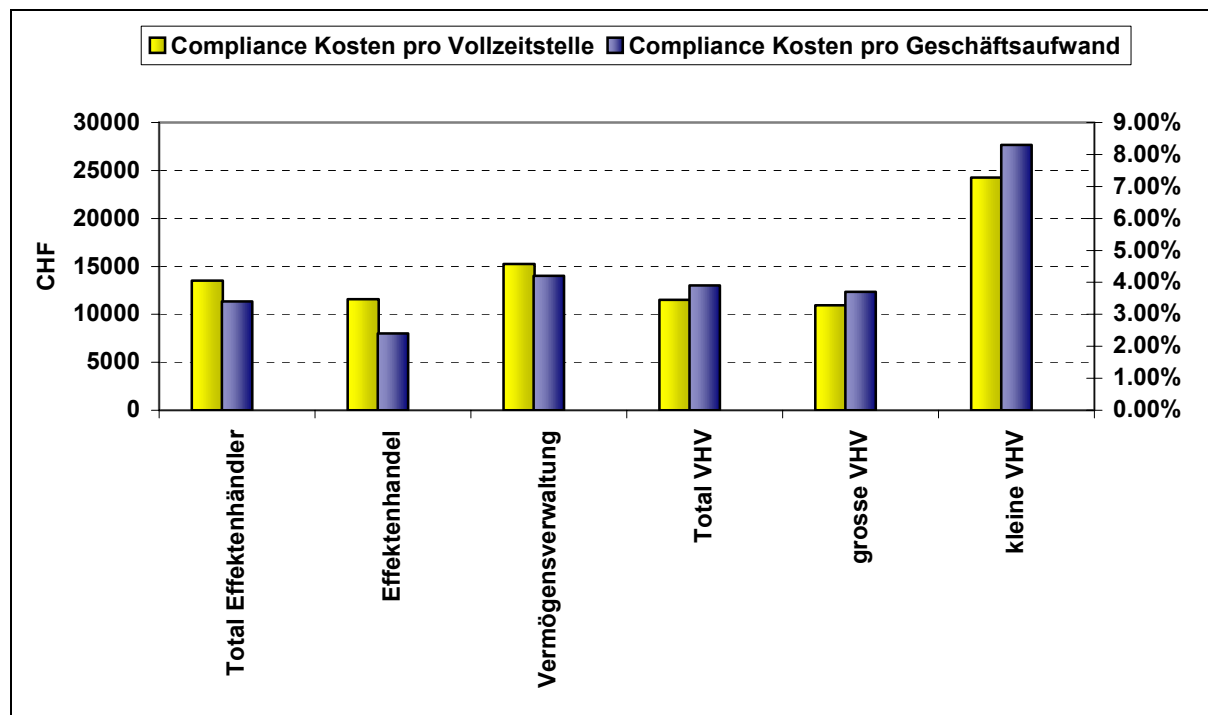
Quelle: Eigene Darstellung.

Während bei den Effekthändlern die Kosten für die Geldwäschereiprävention sowie für die Regulierungsgebiete Eigenkapital und Risikomanagement dicht beieinander an der Spitze liegen, dominiert bei den VHV-Banken das Compliance Gebiet Geldwäscherei.

Die Kostenanteile im Regulierungsfeld Eigenkapital fallen für Effekthändler im Vergleich zu den VHV-Banken trotz fehlender Liquiditätsvorschriften deutlich höher aus, was einmal mehr die Bedeutung von Skaleneffekten unterstreicht. Es erstaunt nicht, dass die Effekthändler dem Regulierungsgebiet Eigenkapital die schlechteste Kosten-Nutzen-Bilanz zuordnen.

Trotz gleichen Regulierungsbestimmungen im Bereich der Geldwäscherei fallen die Kostenanteile bei den Effekthändlern weniger ins Gewicht, da ja die primär im Effektenhandel tätigen Institute in der Praxis kaum Vorschriften unterliegen.

Die Abbildung 18 illustriert die Compliance Kosten pro Vollzeitstelle und im Verhältnis zum Geschäftsaufwand für die Effekthändler und VHV-Banken sowie für ihre jeweiligen Unterkategorien.

Abbildung 18: Compliance Kosten pro Vollzeitstelle und Geschäftsaufwand

Quelle: Eigene Darstellung.

Im aggregierten Vergleich weisen die Effektenhändler gegenüber den VHV-Banken (N=15) auf Vollzeitstellenbasis leicht höhere Compliance Kosten aus, während sie im Verhältnis zum Geschäftsaufwand leicht geringere Aufwendungen verzeichnen.

Die Betrachtung der einzelnen Unterkategorien ergibt, dass die kleinen VHV-Banken (N=8) die grössten Compliance Kosten zu tragen haben. Skaleneffekte begünstigen die grossen VHV-Banken (N=7), fallen doch ihre Aufwendungen im Vergleich zu den vermögensverwaltenden Effektenhändlern und kleinen VHV-Banken geringer aus.

Im Vergleich mit den vermögensverwaltenden Effektenhändlern weisen die kleinen VHV-Banken überraschend hohe Compliance Kosten aus. Die beachtlichen Mehrkosten sind jedoch nicht auf eine strengere Regulierung der Banken zurückzuführen. Mit Ausnahme des Regulierungsfeldes Eigenkapital haben die vermögensverwaltenden Effektenhändler in den sieben Regulierungsgebieten die gleichen Bestimmungen einzuhalten. Die unterschiedlichen Regulierungskosten können generell auch nicht vom Geschäftsmodell abgeleitet werden, stimmen die Tätigkeitsgebiete der beiden Unterkategorien doch grundsätzlich überein. Unterzieht man die Daten der kleinen VHV-Banken einer genaueren Analyse, wird ersichtlich, dass ein Ausreisser mit einem Kostenanteil von beachtlichen 28% im Verhältnis zum Geschäftsaufwand die Daten massiv nach oben verzerrt. Wird dieses Institut aus der Stichprobe der kleinen VHV-Banken ausgeschlossen, erzielen Letztere auf Geschäftsaufwandbasis leicht

höhere Kosten, während die Betrachtung der Vollzeitstellenkosten sogar kleinere Aufwendungen offenbart.²⁴⁸

Die reinen Effekthändler verzeichnen auf Vollzeitstellenbasis leicht höhere und im Verhältnis zum Geschäftsaufwand geringere Compliance Kosten als die VHV-Banken. Auffallend ist, dass sie trotz deutlich weniger Regulierungsbestimmungen im Vergleich zu den Banken verhältnismässig stark belastet werden, was auf beachtliche Grösseneffekte hinweist.

6.4 REGULATORY BURDEN IM ÜBERBLICK

Zusammenfassend vermittelt die Tabelle 9 eine Übersicht über die Regulatory Burden pro Vollzeitstelle für Effekthändler und VHV-Banken sowie für ihre jeweiligen Unterkategorien.

Tabelle 9: Regulatory Burden pro Vollzeitstelle für Effekthändler und VHV-Banken

Regulatory Burden in CHF pro Vollzeitstelle 2002	Total Effekthändler	Effekthandel	Vermögensverwaltung	Total VHV	Gross	Klein
Direkte Kosten	405	614	286	66	62	137
Inkrement. externe Revisionskosten	1'563	1'057	2'174	410	356	1'600
Inkrement. interne Revisionskosten	921	922	865	884	800	2'727
Inkrement. Revisionskosten total	2'484	1'979	3'039	1'294	1'157	4'328
Geldwäschereiprävention	3'084	145	4'936	5'206	5'059	8'374
Risikomanagement	3'004	4'825	2'372	2'516	2'472	3'458
Eigenkapital	3'156	4'508	2'107	1'731	1'561	5'400
Andere	4'260	2'090	5'840	2'073	1'843	7'038
Compliance Kosten total	13'504	11'568	15'255	11'525	10'934	24'271
Regulatory Burden	16'393	14'161	18'580	12'884	12'153	28'736

Quelle: Eigene Darstellung.

Mit 16'393 CHF pro Vollzeitstelle tragen die Effekthändler eine um 27% höhere totale Regulierungslast als die VHV-Banken, für die ein entsprechender Betrag von 12'884 CHF resultiert.

Bei den einzelnen Unterkategorien weisen die kleinen VHV-Banken die höchste Regulatory Burden auf, die jedoch aufgrund des einzelnen Ausreissers zu relativieren ist. Bei Ausschluss dieses Instituts beträgt die Regulatory Burden für die kleinen VHV-Banken anstatt

²⁴⁸ Vgl. dazu die Tabelle 11 im Anhang III.

28'736 CHF nur noch 18'411 CHF und liegt damit erwartungsgemäss in der Nähe der Regulierungslast von vermögensverwaltenden Effekthändlern.²⁴⁹

Die grossen VHV-Banken verzeichnen aufgrund erheblicher Skaleneffekte die geringste Belastung (12'153 CHF).

Die reinen Effekthändler weisen gegenüber dem Total aller VHV-Banken leicht höhere Kosten auf, bedingt durch beachtliche Grösseneffekte, die bei primär im Effektenhandel tätigen Instituten zu einer unverhältnismässigen Kostenbelastung führen.

Die Regulatory Burden im Verhältnis zum Geschäftsaufwand wird für Effekthändler und VHV-Banken sowie für ihre jeweiligen Unterkategorien in Tabelle 10 aufgelistet.

Tabelle 10: Regulatory Burden pro Geschäftsaufwand für Effekthändler und VHV-Banken

Regulatory Burden im Verhältnis zum Geschäftsaufwand 2002	Total Effekthändler	Effektenhandel	Vermögensverwaltung	Total VHV	Gross	Klein
Direkte Kosten	0.11%	0.15%	0.08%	0.02%	0.02%	0.05%
Inkrement. externe Revisionskosten	0.37%	0.22%	0.56%	0.14%	0.12%	0.54%
Inkrement. interne Revisionskosten	0.22%	0.19%	0.22%	0.30%	0.27%	0.93%
Inkrement. Revisionskosten total	0.59%	0.41%	0.78%	0.44%	0.39%	1.47%
Compliance Kosten total	3.40%	2.38%	4.18%	3.90%	3.70%	8.30%
Regulatory Burden	4.10%	2.94%	5.04%	4.36%	4.11%	9.82%

Quelle: Eigene Darstellung.

Die Betrachtung der totalen Regulierungskosten im Verhältnis zum Geschäftsaufwand ergibt ein leicht unterschiedliches Bild für die verschiedenen Kategorien, was auf die unterschiedliche Bezugsbasis zurückzuführen ist. Schliesst man den Ausreisser bei den kleinen VHV-Banken aus, beträgt deren Regulatory Burden 6.36%, die folglich leicht höher ausfällt als bei den vermögensverwaltenden Effekthändlern.²⁵⁰

In der Studie über die Börsen- und Verwaltungsbanken wurden Daten auch über die Regulierungskosten von Privatbankiers²⁵¹ erhoben, die in dieser Arbeit jedoch aus verschiedenen Gründen nicht detailliert ausgewertet werden. Zum einen machen die Privatbankiers in der Schweiz nur eine kleine Zahl aus, und wurden die Daten nur beschränkt zur Verwendung

²⁴⁹ Vgl. dazu die Tabelle 11 im Anhang III.

²⁵⁰ Im weiteren Verlauf dieser Studie werden die Zahlen aus Tabelle 11 im Anhang III, d.h. ohne Ausreisser, verwendet.

²⁵¹ Vgl. Hubli 2004, o.S.

freigegeben. Andererseits geniessen die Privatbankiers aufgrund ihrer rechtlichen Sonderstellung²⁵² gewisse Regulierungsprivilegien, welche die Aussagekraft eines Vergleichs schwächen. Die Regulatory Burden der Privatbankiers, die sowohl im Vergleich mit den VHV-Banken als auch mit den Effektenhändlern unerklärlich²⁵³ tief ausfallen, werden im Anhang IV den Daten der Effektenhändler gegenübergestellt.

²⁵² Bei Privatbankiers handelt es sich um Banken in der Rechtsform von Personengesellschaften (Einzelfirmen, Kollektiv- und Kommanditgesellschaften) mit unbeschränkt haftenden Teilhabern. Demgegenüber stellt die Aktiengesellschaft das Rechtskleid aller VHV-Banken und der meisten erfassten Effektenhändler dar.

²⁵³ Experten vermochten die Differenz nicht zu erklären; Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

7 SCHLUSSFOLGERUNGEN

7.1 ZWECKMÄSSIGKEIT DER GELTENDEN REGULIERUNG

Die folgende Analyse der geltenden Regulierung basiert auf den Auswertungsdaten der vorliegenden Studie, der subjektiven Meinung der Betroffenen, der Befragung von Vertretern der betroffenen Verbände und eines unabhängigen Experten (Prof. Dr. Peter Nobel) sowie dem Studium der Fachliteratur.

Die Betrachtung stellt Kosten- und Nutzen-Kriterien der Regulierung in den Vordergrund. Während auf der Kostenseite quantitative Daten zur Verfügung stehen, beschränkt sich die Nutzenanalyse auf qualitative Angaben. Den Nutzen bildet insbesondere der Individual-, Funktions-, System- und Rufschutz sowie das Verhindern von Wettbewerbsverzerrungen (künstliche Markteintrittsbarrieren, überproportional hohe Kostenbelastung kleiner Institute, unterschiedliche Regulierungsregimes für dieselbe Tätigkeit, gleiche Regulierungsbestimmungen für unterschiedliche Marktteilnehmer, etc.²⁵⁴).

Die Überprüfung der Zweckmässigkeit nimmt vorerst das Design der Regulierung unter die Lupe. Es folgt die Beurteilung der Regulierungspyramide durch vergleichende Betrachtungen der verschiedenen regulatorischen Regimes. Abschliessend werden ausgewählte Regulierungsgebiete aus Sicht der Effekthändler auf ihre Zweckmässigkeit hin untersucht.

7.1.1 DESIGN DER REGULIERUNG

Selbstregulierung und staatliche Aufsicht

Das Zusammenwirken von privater Regulierung und staatlicher Aufsicht bewährt sich in der Schweiz sehr gut. Zu diesem Urteil gelangte der renommierte internationale Währungsfonds (IWF) im Rahmen des 2002 erstmals durchgeführten Financial Sector Assessment Program.²⁵⁵ Die Vorteile der Selbstregulierung liegen in der Praxisnähe, im fachlichen Know-How der Marktteilnehmer, in der Flexibilität, in der internationalen Ausrichtung und in der verbesserten Akzeptanz und erhöhten Umsetzungsmotivation. Nachteile der Selbstregulierung bestehen in der Gefahr mangelnder Durchsetzbarkeit sowie des Missbrauchs des Regulierungsprivilegs (Zutrittsbarrieren, Kartellbildung).²⁵⁶

Die Bankiervereinigung, deren Mitglieder sich mehrheitlich aus Banken zusammensetzen, wobei nur ca. 30 Prozent der unabhängigen Effekthändler in der Schweiz bei den Nicht-bankenmitgliedern vertreten sind²⁵⁷, stellt verbindliche Regeln für Effekthändler auf. Da die unabhängigen Effekthändler zahlenmässig unterlegen sind und keinen Einsitz im Verwal-

²⁵⁴ Vgl. Financial Services Authority 2000b, S.24-27.

²⁵⁵ Vgl. Schweizerische Bankiervereinigung 2002/2003, S.14.

²⁵⁶ Vgl. Schweizerische Bankiervereinigung 2002/2003, S.13.

²⁵⁷ Vgl. Schweizerische Bankiervereinigung, Homepage.

tungsrat haben, verfügen sie bei der Ausgestaltung des konkreten Selbstregulierungsregimes bloss über geringe Mitspracherechte.²⁵⁸

Auch wenn sich die Aufteilung in Selbstregulierung und staatliche Aufsicht in der Schweiz über viele Jahre hinweg ausserordentlich gut bewährt hat, droht dieses System mit der aktuellen Überlastung durch staatliche Vorschriften zu kollabieren.²⁵⁹ Jedoch sind auch die Selbstregulierungsorganisationen vom Vorwurf wuchernder Regulierungsbestimmungen nicht befreit, tragen sie doch einen erheblichen Anteil zur dichten Regulierung des schweizerischen Finanzplatzes bei.

Regulierungsdichte

Die Reformvorhaben in der Finanzmarktregulierung, die auf der Website der FinWeb²⁶⁰ seit Juli 2003 als Übersicht, alphabetisch, nach Thema, nach Regulierungsstufe und mit einem kurzen Factsheet für jedes Projekt aufgeführt werden, sind in der Tat erschlagend. Sie bilden eine seit Jahren kontinuierlich zunehmende Regulierungsflut. Werden aber zu viele Regulierungsprojekte simultan in Angriff genommen, droht nicht nur die Qualität der Regulierung abzunehmen, sondern es leidet vor allem die Implementierung und es fehlen die Ressourcen zur Erfüllung der Kernaufgabe der Aufsichtsbehörde.²⁶¹

Kosten-Nutzen-Analysen

Wie bereits erwähnt hat sich in der schweizerischen Regulierungslandschaft eine Kultur und Praxis der systematischen Rechtsfolgeabschätzung noch zuwenig etabliert. Methodisch fundierte und transparente Kosten-Nutzen-Analysen, wie sie z.B. die britische Aufsichtsbehörde praktiziert, finden in der Schweiz kaum statt.

Differenzierung

Der traditionelle „one size fits all“ Approach scheint im Hinblick auf die sehr heterogene Landschaft im Finanzbereich nicht zweckmässig, da er nicht zwischen einzelnen Instituten unterschiedlicher Grösse, Geschäftsfelder, Risiken und Systemrelevanz in angemessener Weise differenziert. Die Auswertungen dieser Studie verdeutlichen die markanten Skaleneffekten bei den Revisions- und Compliance Kosten. Die in diesem Sinne betriebene Strukturpolitik, die kleinere Finanzinstitute aus dem Markt drängt, ist unbedingt zu vermeiden.²⁶²

²⁵⁸ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

²⁵⁹ Vgl. Roth 2004, S.5.

²⁶⁰ Vgl. FinWeb, Homepage.

²⁶¹ Vgl. Zuberbühler 2004, S.1f.

²⁶² Vgl. Hoffmann 2004, S.29f.

Regulierungsanreize

Schliesslich werden Regulierungsbestimmungen wenig anreizorientiert ausgestaltet, was deren Akzeptanz und die Motivation zu deren Umsetzung nicht gerade fördert.

7.1.2 AUSGESTALTUNG DER REGULIERUNGSPYRAMIDE

Die Zweckmässigkeit der Effektenhändlerregulierung wird überprüft, indem Vergleiche einerseits mit den Banken, andererseits mit den unabhängigen Vermögensverwaltern vorgenommen werden.

Vergleich mit den Banken

Obwohl das Börsengesetz die Voraussetzungen für eine eigenständige Effektenhändlerregulierung schafft, unterstellt die Börsenverordnung den Effektenhändler praktisch integral dem Bankengesetz und seinen Verordnungen.²⁶³ Die Gesetzgebung der Effektenhändler knüpft somit sehr nahe am Bankstatus an. Im Hinblick auf das Geschäftsmodell besteht dazu allerdings kein Anlass, da die Effektenhändler nicht mit allen Bankprivilegien ausgestattet werden, indem sie banktypische Dienstleistungen wie insbesondere die Verzinsung von Kundengeldern nicht erbringen dürfen.²⁶⁴ Interviewpartner sprechen denn auch vom Regulierungsmodell „Bank Minus“ für Effektenhändler.

Das Regulierungsmodell der Banken ist stark auf das Kommerzgeschäft ausgerichtet, in dem die Effektenhändler indessen nicht tätig sind. Während eine Bank ein Mehrfaches ihrer eigenen Mittel an Kundengeldern entgegennimmt und diese im eigenen Namen ausleiht, erfolgt bei den Effektenhändlern ohne Konto- bzw. Depotführung²⁶⁵ überhaupt keine Vermischung von Kundengeldern mit eigenen Mitteln. Nur im Rahmen der Kontokorrentguthaben findet sie bei den kontoführenden Instituten statt, weil die Mehrheit der Kundengelder in Wertpapieren angelegt und damit in Depots ausgesondert ist. Die Anlage der Kundengelder erfolgt bei kontoführenden Instituten zudem nicht auf eigene Rechnung, sondern gemäss Instruktionen der Vermögensverwaltungskunden.²⁶⁶ Trotzdem gelten für Effektenhändler die gleichen bankenrechtlichen Unterlegungssätze und Risikoverteilungsvorschriften wie für eine im Kommerzgeschäft tätige Universalbank, obwohl insbesondere die nicht kontoführenden, aber auch die kontoführenden Effektenhändler ein deutlich tieferes Risikoprofil aufweisen.²⁶⁷

In Anbetracht des eingeschränkten Geschäftstätigfeldes und des daraus resultierenden tieferen Risikoprofils liegt die Vermutung nahe, dass die bankenähnliche Regulierung der Effektenhändler übertrieben ist. Insbesondere die nicht kontoführenden Kategorien, d.h. die Eigenhändler, Market Maker, Emissions- und Derivathäuser sowie nicht kontoführende Kunden-

²⁶³ Vgl. Glaus 2002, S.3.

²⁶⁴ Vgl. Roth 2004, S.12.

²⁶⁵ Im Folgenden werden die Konto- und Depotführung unter dem Begriff Kontoführung subsummiert.

²⁶⁶ Vgl. Glaus 2002, S.4.

²⁶⁷ Vgl. Glaus 2001a, o.S.

händler sind offensichtlich nicht zweckmässig reguliert. Selbst die kontoführenden Kundenhändler tragen im Hinblick auf das Risikokriterium zu hohe Lasten.

Zwar definiert die geltende Regulierung fünf Effekthändlerkategorien mit unterschiedlichen Geschäftsfeldern, verzichtet aber im Grossen und Ganzen auf eine entsprechende Differenzierung. Immerhin enthält die geltende Regulierung bereits funktionale Differenzierungselemente, indem die Anwendbarkeit einzelner Vorschriften von der ausgeübten Tätigkeit abhängt. Entsprechend resultieren teilweise markante Belastungsunterschiede je nach Geschäftsfeld, wie die Auswertungen in Kapitel 5 belegen.

Zur quantitativen Bewertung der Regulierungslasten wird aus den in Kapitel 6 dargelegten Gründen der Vergleich zwischen vermögensverwaltenden Effekthändlern und kleinen VHV-Banken herbeigezogen. Die vorliegenden Auswertungs- und Vergleichsergebnisse unterstreichen den bankähnlichen Status der Effekthändler, verzeichnen doch diese beiden Unterkategorien in etwa äquivalente Regulatory Burden (Vgl. Tabelle 11, Anhang III).

Das strikte Regulierungskorsett der Effekthändler benachteiligt diese schliesslich im internationalen Wettbewerb.²⁶⁸ In den europäischen Nachbarländern sowie in den angloamerikanischen Ländern existiert ein regulierter Finanzdienstleistungsstatus neben dem Bankstatus. Deutschland z.B. unterscheidet zwischen so genannten „Wertpapierhandelsunternehmen“ und „Wertpapierhandelsbanken“.²⁶⁹ In den USA sind die Wertschriftenhäuser im Vergleich zur EU noch weniger streng reguliert.²⁷⁰ Auch aus Gründen des freien internationalen Marktzutritts bzw. zur Vermeidung von Wettbewerbsverzerrungen erscheinen die geltenden Regulierungsbestimmungen zu restriktiv.

Berücksichtigt man schliesslich noch die Bedürfnisse und Bedeutung der „Stars von morgen“, d.h. der jungen und kleinen Unternehmen als wichtigsten Wachstumsmotoren, kann der Schluss gezogen werden, dass bei der momentanen Ausgestaltung der Regulierungspyramide eine mittlere regulatorische Ebene fehlt. Der Effekthändlerstatus stellt keine echte Alternative zum Bankstatus dar.²⁷¹ Zwar erzielt die Regulierung im Grossen und Ganzen den gewünschten Nutzen, zieht aber zu hohe Kosten und die erwähnten Nachteile mit sich.

Vergleich mit den unabhängigen Vermögensverwaltern

Im Vergleich zu den unabhängigen Vermögensverwaltern, welche die unterste Stufe besetzen, sind die Effekthändler in der Regulierungspyramide viel höher angesiedelt (Vgl. Kapitel 3.4.1).

In der Vermögensverwaltung, die eine Mehrheit der Effekthändler betreibt, bestehen indessen in betriebswirtschaftlicher Hinsicht weitgehende Ähnlichkeiten zum Geschäftsmodell der unabhängigen Vermögensverwalter. Immerhin weisen die Effekthändler im Allgemei-

²⁶⁸ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

²⁶⁹ Vgl. Glaus 2002, S.3f.

²⁷⁰ Vgl. Glaus 2001b, S.3.

²⁷¹ Vgl. Glaus 2002, S.3.

nen signifikant höhere Kennzahlen in Bezug auf Kundengelder, Mitarbeiterzahl²⁷² und Infrastruktur auf.²⁷³ Vergleicht man allerdings Institute mit ähnlichen Kennzahlen, wird ersichtlich, dass erhebliche Regulierungsunterschiede zwischen nicht kontoführenden Effekthändlern und Vermögensverwaltern bestehen, die aus Wettbewerbsüberlegungen ungerechtfertigt erscheinen. Die kontoführenden Effekthändler weisen zwar ein vergleichsweise höheres Risikoprofil auf und ziehen mit dem aus der schärferen Regulierung erwachsenden Berufsgeheimnis nicht zu unterschätzende Vorteile, unterliegen jedoch mit ihrem bankähnlichen Status trotzdem zu hohen Lasten. „Die Spiesse, mit denen die verschiedenen Anbieter von Vermögensverwaltung ausgerüstet sind, weisen im derzeitigen Regulierungsumfeld sehr unterschiedliche Längen auf“.²⁷⁴ Ungerechtfertigte Wettbewerbsverzerrungen stehen aber im Widerspruch zum angestrebten Gleichbehandlungsprinzip und letztlich zur in der Bundesverfassung garantierten Wirtschaftsfreiheit.²⁷⁵

Die minimale Regulierung der unabhängigen Vermögensverwalter droht, den System- und Rufschutz zu unterlaufen.²⁷⁶ Die rund 2'500 unabhängigen Vermögensverwalter verwalten mit rund 7'000 Mitarbeitern Gelder in der Höhe von 300 bis 400 Mia. CHF, was immerhin acht bis zehn Prozent der in der Schweiz verwalteten Vermögen von rund 4'000 Mia. CHF entspricht.²⁷⁷ Dieses Volumen ist keineswegs zu vernachlässigen und ruft nach Massnahmen, um Reputationsrisiken nicht nur der betroffenen Branche, sondern des gesamten Finanzplatzes zu minimieren. Die Selbstregulierung allein, ohne prudentielle²⁷⁸ Beaufsichtigung der Vermögensverwalter, die komplementäre staatliche Sanktionsmassnahmen erlauben würde, welche im Extremfall bis zum Bewilligungsentzug reichen könnten, birgt die Gefahr, „schwarzen Schafen eine zu grosse Weidefläche“ zu gewähren.²⁷⁹ Gemäss einer Erhebung im Rahmen einer Dissertation an der Universität Zürich befürworten jedoch nur 20% der befragten Vermögensverwalter eine weitergehende Beaufsichtigung.²⁸⁰ Aus System- und Rufschutzerwägungen erscheint jedoch der markante Regulierungsunterschied zwischen Effekthändlern und unabhängigen Vermögensverwaltern als unzumutbar.

Als kurzes Fazit gilt es zu vermerken, dass die Effekthändler nach dem geltenden Recht gegenüber den Vermögensverwaltern überreguliert sind.

²⁷² Die externen Vermögensverwalter beschäftigen zu rund 80% höchstens vier Mitarbeiter; Vgl. Universität St. Gallen 2003, S.4.

²⁷³ Vgl. Glaus 2002, S.2.

²⁷⁴ Roth 2004, S.8.

²⁷⁵ Vgl. Roth 2004, S.8.

²⁷⁶ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

²⁷⁷ Vgl. Verband Schweizerischer Vermögensverwalter 2001, S.2.

²⁷⁸ Die prudentielle Aufsicht knüpft an die Regulierung von Institutionen (Banken, Effekthändler, unabhängige Vermögensverwalter) an und besteht idealtypisch darin, durch präventive Massnahmen eine Insolvenz der beaufsichtigten Institute zu vermeiden (auch „Solvenzaufsicht“ genannt); Vgl. Zufferey 2000, S.165.

²⁷⁹ Vgl. Roth 2004, S.7.

²⁸⁰ Vgl. Bühler 2004, S.17. Der Verband Schweizerischer Vermögensverwalter macht geltend, dass die strengen Ständeregeln und die schuldrechtlichen Sorgfaltspflichten nach Obligationenrecht die Schutzziele bereits erfüllen. Allenfalls könne ergänzend eine obligatorische Berufshaftpflichtversicherung eingeführt werden; Vgl. Villiger 2001, S.18.

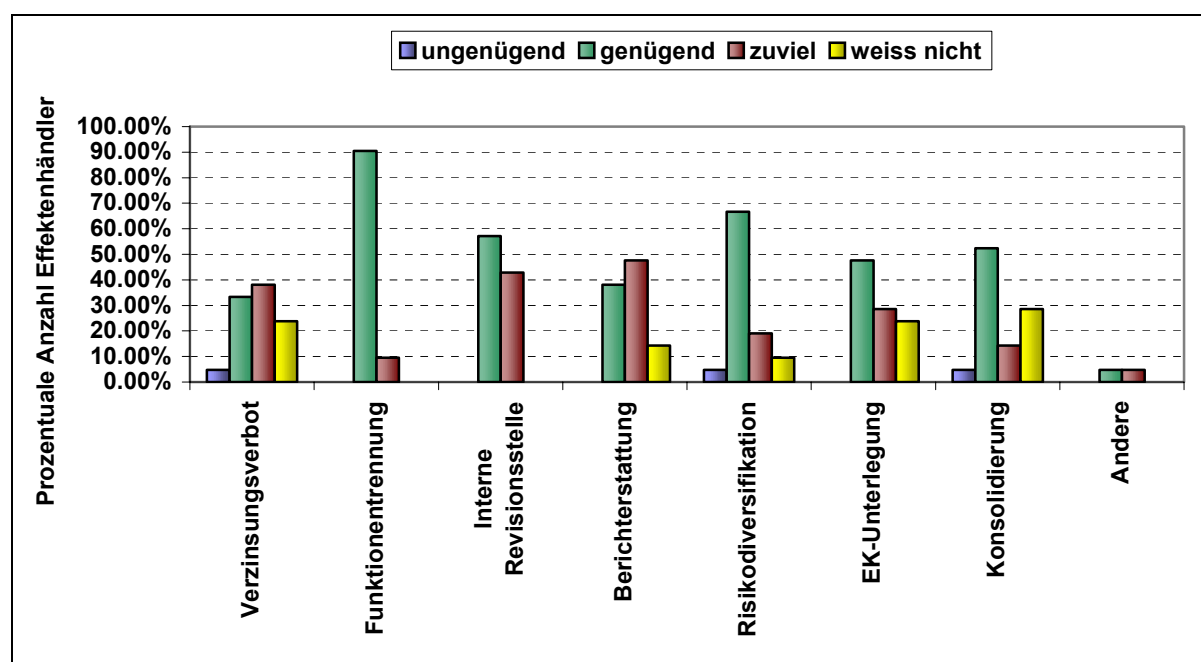
Zusammenfassend zeigen die vergleichenden Analysen, dass die heutige Regulierungspyramide diverse Baumängel aufweist. Die angestrebte stufengerechte Differenzierung der Regulierungspyramide wird verfehlt.

7.1.3 AUSGEWÄHLTE REGULIERUNGSGBIETE

Die folgende Betrachtung stützt sich neben den erwähnten generellen Kriterien auf die Auswertung von Frage 10 des Fragebogens.

Die Abbildung 19 illustriert wie die 21 erfassten Effektenhändler die bestehende Regulierung in spezifischen Gebieten beurteilen.

Abbildung 19: Beurteilung der geltenden Regulierungsvorschriften



Quelle: Eigene Darstellung.

Verzinsungsverbot

Das bestehende Verzinsungsverbot erhält die geringste Zustimmung durch die befragten Effektenhändler. In diesem Votum kommt vor allem die mehrheitlich²⁸¹ gewünschte Aufhebung des Verzinsungsverbots für Kontokorrentguthaben der Kunden zum Ausdruck.

Diese Forderung der Effektenhändler erweist sich allerdings als problematisch. Im Verbund mit der im geringen Umfang praktizierten Kreditgewährung würde damit einerseits das Zinsdifferenzgeschäft für Effektenhändler zugelassen, womit ein formal wesentliches Abgrenzungskriterium zwischen Bank- und Effektenhändlerstatus, aus dem sich regulatorische Erleichterungen für Effektenhändler ableiten, verwischt wird.²⁸² Andererseits würden ein breiterer Fluss an Kundengeldern und eine vermehrte Vermischung von fremden und eigenen

²⁸¹ Vereinzelt zeigen sich Effektenhändler nicht unglücklich darüber, keinen Zins ausrichten zu müssen.

²⁸² Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

Mitteln generiert. Mit ihrem Antrag provozieren die Effekthändler folglich eine Anhebung ihres Risikoprofils mit der Gefahr, andere Anliegen, vor allem zur Eigenmittelunterlegung, selbst zu unterlaufen.

Funktionentrennung

Die vertikale Funktionentrennung findet die beste Akzeptanz in der Umfrage und erscheint damit zweckmässig. Es ist zu vermuten, dass die gegenwärtigen Diskussionen um „Corporate Governance“ zu diesem Resultat beitragen. Die im Börsengesetz nicht vorgesehene, jedoch in der Praxis übliche Trennung von Geschäftsleitung und Verwaltungsrat erscheint jedoch bei kleinen Instituten teilweise nicht angezeigt.

Revision

40% der erfassten Institute beurteilen gemäss Umfrage die Regulierung im Bereich der internen Revision als übertrieben. Die quantitative Auswertung der Revisionskosten (Vgl. Tabelle 3, Kapitel 5) ergibt einen hohen inkrementellen Anteil der Revisionskosten, insbesondere für die interne Kontrolle.

Da die meisten Effekthändler nicht die erforderliche Grösse zur Führung einer betriebs-eigenen Revisionsstelle aufweisen, wird in der Praxis häufig eine zweite externe Firma mit der so genannten „internen“ Revision betraut. Diese Duplizierung von Funktionen und Kosten ohne wirkliche Verbesserung der Kontrollqualität erfüllt zwar den Buchstaben der Bestimmungen, verdient aber nicht das Prädikat „zweckmässig“.²⁸³

Schliesslich werden bei den externen Revisionsstellen deren hohe Markteintrittsschwellen als unangebracht empfunden, da sie zu einem kartellähnlichen Revisionsmarkt führen, der das Angebot verkleinert und verteuert.²⁸⁴

Berichterstattung

Auch die Regulierungsaufgaben zur Berichterstattung erhalten schlechte Noten, werden sie doch von knapp der Hälfte aller Effekthändler als übertrieben eingestuft. Die in diesem Prüffeld erhobenen erheblichen Kosten (Vgl. Abb. 8, Kapitel 5) wecken denn auch erhebliche Zweifel an der Zweckmässigkeit der geltenden Vorschriften.

Risikodiversifikation

Im Urteil der Befragten erscheinen die Vorschriften zum Risikomanagement grundsätzlich ausreichend, d.h. zweckdienlich. Diese Einschätzung wird unterstrichen durch die günstige Bewertung dieses Compliance Bereichs hinsichtlich Kosten-Nutzen-Bilanz (Vgl. Tabelle 4, Kapitel 5) trotz erheblicher Compliance Kosten (Vgl. Tabelle 5, Kapitel 5), vor allem für die

²⁸³ Vgl. Glaus 2002, S.7.

²⁸⁴ Vgl. Aussage von Gesprächspartnern.

reinen Effekthändler (Vgl. Tabelle 6, Kapitel 5).²⁸⁵ Die vermögensverwaltenden Effekthändler weisen jedoch im Vergleich zu den kleinen VHV-Banken leicht höhere Kosten pro Vollzeitstelle auf (Vgl. Tabelle 11, Anhang III), obwohl Letzteren das Management von Zins- und Kreditrisiken mehr Aufwand verursacht. Die Anwendung der bankenrechtlichen Risikoverteilungsvorschriften auf die Effekthändler erscheint daher diskutabel.

Eigenkapitalunterlegung

Schwächere Zustimmung bzw. eine grössere „Zuviel“-Quote (30%) finden die Vorschriften zur Eigenkapitalunterlegung. Dieses Urteil ist konsistent mit der schlechtesten Kosten-Nutzen-Bilanz des Compliance Gebiets Eigenkapital (Vgl. Tabelle 4, Kapitel 5). Die Compliance Kosten fallen für die reinen Effekthändler am höchsten aus.²⁸⁶ Vergleichbare Aufwendungen weisen die vermögensverwaltenden Effekthändler und die kleinen VHV-Banken aus (Vgl. Tabelle 11, Anhang III).

Es ist zu unterscheiden zwischen den laufenden Kosten für die Compliance mit den geltenden Vorschriften und den Einmalaufwendungen zur Erfüllung des Mindestkapitalerfordernisses. Die Hauptursache der hohen Compliance Kosten bzw. der schlechten Kosten-Nutzen-Bilanz liegt primär in der gleichzeitigen Anwendbarkeit des Base Requirement und der bankenrechtlichen Unterlegungsvorschriften. Die Praxis zeigt, dass die minimalen Eigenmittel nach Base Requirement jene gemäss bankrechtlichen Unterlegungssätzen meist übersteigen.²⁸⁷ Im europäischen Vergleich beschränken sich z.B. Italien und Spanien bei Wertschriftenhäusern auf Vorschriften zum Anfangskapital und ein Base Requirement. Die USA kennen keine (bundesweiten) Kapitalisierungsvorschriften, sondern begnügen sich mit der Formulierung von Offenlegungspflichten.²⁸⁸

Im Übrigen erscheint das Mindestkapitalerfordernis von 1.5 Mio. CHF für kleine Effekthändler hoch.²⁸⁹

Der Kostenvergleich zwischen vermögensverwaltenden Effekthändlern und kleinen VHV-Banken ist schwierig zu interpretieren, sind doch im Regulierungsgebiet Eigenkapital auch Vorschriften zur Liquidität²⁹⁰, Rechnungslegung, Klumpenrisiken und Meldewesen enthalten.

Offensichtlich besteht im Regulierungsfeld Eigenkapital Handlungsbedarf, insbesondere hinsichtlich der gleichzeitigen Anwendbarkeit des Base Requirement und der bankenrechtlichen Unterlegungsvorschriften.

²⁸⁵ Dieses Ergebnis dürfte auf die im Effektenhandel inhärenten hohen Marktrisiken zurückzuführen sein.

²⁸⁶ Dieses Resultat erstaunt nicht, da sich die Aufwendungen für das Risikomanagement und für die Compliance mit den Eigenkapitalvorschriften gegenseitig bedingen.

²⁸⁷ Vgl. Glaus 2002, S.8.

²⁸⁸ Vgl. Glaus 2001b, S.2f.

²⁸⁹ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

²⁹⁰ Die kontoführenden Effekthändler unterliegen nach der geltenden Ordnung keinen Liquiditätsvorschriften. Allerdings erfüllen sie in der Praxis freiwillig eine angemessene Liquiditätsvorsorge.

Konsolidierung

Vorbehalte zur Zweckmässigkeit ergibt die Meinungsumfrage auch bei den Konsolidierungsvorschriften. Diese postulieren die konsolidierte Erfüllung der Vorschriften über Eigenmittel, Risikoverteilung und Rechnungslegung, wenn der Effekthändler mit anderen Finanzintermediären eine wirtschaftliche Einheit bildet oder anzunehmen ist, dass er rechtlich oder faktisch verpflichtet ist, solchen Gesellschaften beizustehen. Die Auflagen im Eigenmittelbereich haben ihren Ursprung im Gläubigerschutz, insbesondere im Zusammenhang mit Risiken aus dem Kreditgeschäft und Eigenpositionen, wie sie durch Gross- und Universalbanken eingegangen werden, in ihrer Anwendung auf Effekthändler aber übertrieben sind.²⁹¹ Die rechnermässige Konsolidierung stellt für Effekthändler eine erhebliche administrative Belastung dar und rechtfertigt sich vor allem bei nicht kontoführenden Instituten nicht.²⁹²

Andere

Einzelne Voten betreffen die (genügenden) Vorschriften zur Rechnungslegung sowie die (zu hohe) Regulierungsdichte im Vermögensverwaltungsbereich.

Abschliessend gilt es zu vermerken, dass die Zweckmässigkeitsanalyse schwergewichtig auf der Befragung von Direktbetroffenen und Verbandsvertretern beruht und vor allem wegen der Wahrscheinlichkeit strategischer Antworten den Anforderungen an ein objektives wissenschaftliches Vorgehen nicht immer standhält. Eine gewisse Objektivierung erfolgt indessen durch den Einbezug der quantitativen Kostendaten sowie des unabhängigen Experten.

7.2 ÄNDERUNGSVORSCHLÄGE ZUHANDEN DES GESETZGEBERS BZW. DER AUFSICHTSBEHÖRDE

Die folgenden Änderungsvorschläge zuhanden des Gesetzgebers bzw. der Aufsichtsbehörde resultieren aus der Analyse der Zweckmässigkeit und weisen eine analoge Gliederung auf.

7.2.1 DESIGN DER REGULIERUNG

Rahmengesetze und ausgewogene Selbstregulierung

Die Formulierung von Rahmengesetzen, die Freiräume für Selbstregulierung schafft, ist zu begrüssen. Zu beachten ist, dass die Selbstregulierung ein ausgewogenes und vernünftiges Mass annimmt.

Damit der Schweizer Verband unabhängiger Effekthändler bei der Ausgestaltung des Selbstregulierungsregimes genügend Mitspracherechte erhält, könnte er entweder eigene

²⁹¹ Vgl. Glaus 2001b, S.2.

²⁹² Vgl. Glaus 2002, S.9.

Standesregeln erlassen oder sich der Bankiervereinigung anschliessen.²⁹³ Die erste Variante könnte jedoch das erwünschte vernünftige Mass an Selbstregulierungserlassen sprengen. Sinnvoller erscheint es, den Verband zukünftig in die Redaktion bzw. Revision der bestehenden und allfälligen weiteren für die Effekthändler verbindlichen Selbstregulierung mit einzubeziehen, damit er die Interessen der unabhängigen Effekthändler besser vertreten kann.²⁹⁴

Massvolle und systematische Regulierung

Übertriebene und/oder redundante Regulierungsbestimmungen sind aus Kosten-Nutzen-Überlegungen und aus Gründen der zunehmenden Komplexität zu eliminieren. Die verschiedenen Regulierungsvorhaben sind sowohl inhaltlich, zeitlich als auch systematisch besser zu koordinieren. Bei der Kadenz der zu implementierenden Massnahmen ist ein nachhaltiger Regulierungsrhythmus anzustreben.²⁹⁵

Es soll keine maximale, sondern eine möglichst optimale Regulierungsdichte angestrebt werden im Sinne von „Good Practice“- anstatt „Best Practice“-Richtlinien. Neben der Berücksichtigung des internationalen „level playing field“, d.h. der Einhaltung gewisser gemeinsamer Qualitätsstandards, ist darauf zu achten, dass die Schweiz keine Konkurrenz Nachteile wegen Überregulierung im Vergleich zum Ausland erleidet. Die Einhaltung gewisser gemeinsamer Spielregeln darf aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass viele Finanzplätze regulatorisch bedingte Standortvorteile aufweisen, welche deren Attraktivität und Konkurrenzfähigkeit massgeblich beeinflussen.²⁹⁶

Risikoorientierte Regulierung

„Die Ressourcen sollen insbesondere dort eingesetzt werden, wo die Risiken besonders hoch sind“.²⁹⁷ Die Effizienz der Regulierung kann mittels systematischer Triage der Risiken und einer entsprechenden risikogerechten Ausgestaltung wesentlich verbessert werden. Entweder wird das gleiche Mass an Sicherheit (Nutzen) mit weniger Ressourcen (Kosten) gewährleistet oder mit gleich vielen Ressourcen ein höheres Mass an Sicherheit erzielt. Mit Hilfe von Kosten-Nutzen-Analysen gilt es insbesondere abzuklären, ob Risiken vollständig oder nur teilweise zu eliminieren oder zu entschärfen sind. Eine „Zero Tolerance“-Philosophie, die heutige Regulierungsvorhaben kennzeichnet, führt fast unweigerlich zu hohen Grenzkosten, die den Grenznutzen nicht in jedem Fall rechtfertigen. Teillösungen nach dem Motto „Mut zur Lücke“ sind folglich aus Kosten-Nutzen-Überlegungen durchaus sinnvoll und zweckdienlich.²⁹⁸

²⁹³ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

²⁹⁴ Vgl. Glaus 2003, S.3.

²⁹⁵ Vgl. Hoffmann 2004, S.30f.

²⁹⁶ Vgl. Weber 2003, S.29.

²⁹⁷ Hoffmann 2004, S.29.

²⁹⁸ Vgl. Hoffmann 2004, S.29.

Differenzierte Regulierung

Die Umsetzung eines differenzierten Regulierungsansatzes fördert die Konkurrenzfähigkeit sowie die Wettbewerbsneutralität zwischen einzelnen Finanzinstituten. Das erwähnte Differenzierungsprinzip könnte im Sinne eines *funktionalen Ansatzes* umgesetzt werden. Dieser impliziert eine regulatorische Gleichstellung von ähnlichen Aktivitäten, die auf den Produktmärkten in einem Wettbewerbsverhältnis stehen und dieselben Risiken aufweisen („same business, same risks, same rules“).²⁹⁹ Nach diesem funktionalen (oder aktivitäts- oder prozessbezogenen) Ansatz der Regulierung werden Aktivitäten und Funktionen unabhängig von der rechtlichen Ausgestaltung und Zuordnung von Institutionen reguliert und beaufsichtigt.³⁰⁰ Obwohl der institutionelle Ansatz vermehrt von funktionalen Aufsichtsmodellen abgelöst wird, sind in der Praxis normalerweise beide Regulierungsansätze anzutreffen.³⁰¹

Anzustreben ist ferner die Differenzierung nach der *Grösse* der unternehmerischen Einheiten in Anbetracht des inhärent unterschiedlichen Risikoprofils und der mehrfach festgestellten, markanten Skaleneffekte.

Der Differenzierung werden jedoch Grenzen gesetzt durch das Gebot der Einfachheit und Übersichtlichkeit. Es gilt zu hohe Komplexität zu vermeiden und nur dann zu differenzieren, wenn markante Unterschiede existieren.

Anreizorientierte Regulierung

Regulierungsvorschriften können effizienter kontrolliert und durchgesetzt werden, wenn die Normadressaten einen Anreiz haben, diese aus eigenem Interesse zu erfüllen.³⁰² Die Akzeptanz in der Wirtschaft hängt auch davon ab, ob die anreizorientierten Vorschriften als vernünftig angesehen werden. Die Ausgestaltung von Anreizsystemen ist mit grosser Sorgfalt vorzunehmen, da falsch gesetzte Anreize adverse Wirkungen erzielen, die zu ungerechtfertigten Wettbewerbsverzerrungen führen.

7.2.2 AUSGESTALTUNG DER REGULIERUNGSPYRAMIDE

Vergleich mit den Banken

Die Effektenhändler sind gegenüber den Banken in der Regulierungspyramide tiefer einzustufen, um eine echte Alternative zur Banklizenz zu schaffen. Es ist eine regulatorisch eigenständige, vom Bankengesetz unabhängige Regulierung anzustreben, die die aus dem Kommerzgeschäft der Banken stammenden Auflagen eliminiert. Ziel ist die Schaffung eines „mittelständischen Finanzdienstleisters“, der sowohl in wirtschaftlicher als auch in regulatorischer Sicht zwischen Banken und Vermögensverwaltern zu liegen kommt.³⁰³

²⁹⁹ Vgl. Zufferey 2000, S.36.

³⁰⁰ Vgl. Bernet 2003, S.297.

³⁰¹ Vgl. Blumer 1996, S.62.

³⁰² Vgl. Hoffman 2004, S.30.

³⁰³ Vgl. Glaus 2002, S.4.

Die Differenzierung der Effekthändler erscheint unabdingbar.³⁰⁴ Fast einstimmig plädieren die befragten Experten aus Anlegerschutzüberlegungen auf die Unterteilung in konto- und nicht kontoführende Effekthändler mit unterschiedlicher Regulierungshöhe.

Denkbar wäre eine zusätzliche Differenzierung der Regulierung in Abhängigkeit des Geschäftsfelds gemäss Definition der Effekthändlerkategorien. Basierend auf allgemeinen, gemeinsamen Grundbestimmungen könnten für die einzelnen Kategorien spezifische Zusatzvorschriften erlassen werden, die neben dem Kriterium der Kontoführung dem jeweiligen Schutzbedürfnis Rechnung tragen. Auf diese Weise könnte z.B. das Regulierungskleid der Eigenhändler im Vergleich zu den übrigen Kategorien gelockert werden.³⁰⁵

Noch weitergehend wäre eine Differenzierung nach dem primären Geschäftsfeld, z.B. private Vermögensverwaltung, Effektenhandel, Asset Management, Corporate Finance-Beratung usw., wobei bisher nicht regulierte Tätigkeiten neu erfasst würden. Dieser noch konsequentere funktionale Ansatz befindet sich in Harmonie zum britischen „Menu Approach“.³⁰⁶ Zusätzliche Differenzierungsmerkmale wären die Kontoführung und die Schutzwürdigkeit des Kundensegments. Das skizzierte Modell birgt indessen die Gefahr, in Anbetracht der vielen bestehenden Reformvorhaben das „Fuder zu überladen“.³⁰⁷ Zudem sind Umsetzungsprobleme zu erwarten, wenn einzelne Institute mehrere Geschäftsfelder simultan beackern. Selbstverständlich gilt es mit Kosten-Nutzen-Betrachtungen abzuwägen, ob sich differenzierte, komplexe Konzepte im Vergleich zu einfachen, allenfalls mit Abstrichen behafteten Ansätzen lohnen.

Aus Zeitgründen könnte im Sinne einer Sofortmassnahme überprüft werden, ob durch systematisches Ausschöpfen der vielen Ausnahmen in der heutigen Gesetzgebung und durch Justierungen der Börsenverordnung relativ einfach die Herabsetzung der Regulierungshöhe verwirklicht werden könnte.³⁰⁸ Durch Einführung einer Ausnahmeklausel, welche die Anwendung von banken- und börsengesetzlichen Regularisierungsaufgaben im Einzelfall oder für bestimmte Gruppen von Effekthändlern sistiert, soweit sie aufgrund der Geschäftstätigkeit des Effekthändlers und des Schutzbedürfnisses seiner Kunden nicht erforderlich oder unangemessen ist, könnte zwischenzeitlich eine zweckmässige Regularisierung geschaffen werden.³⁰⁹ Mittelfristig wäre sicherlich die Anpassung des Börsengesetzes anzustreben.

Vergleich mit den unabhängigen Vermögensverwaltern

Grundsätzlich kann die festgestellte Überregulierung der Effekthändler gegenüber den unabhängigen Vermögensverwaltern abgebaut werden, indem der Status des Effekthändlers in der Regularisierungspyramide tiefer eingestuft und/oder die Regularierung der unabhängigen Vermögensverwalter nach oben korrigiert wird.

³⁰⁴ Vgl. Zufferey 2000, S.13f.

³⁰⁵ Vgl. Aussagen von Gesprächspartnern.

³⁰⁶ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

³⁰⁷ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

³⁰⁸ Vgl. Roth 2004, S.13.

³⁰⁹ Vgl. Glaus 2001b, S.3.

Verschiedene konkrete Vorhaben zur verstärkten Regulierung der unabhängigen Vermögensverwalter sind zurzeit im Gespräch oder bereits in Planung. In ihrem Schlussbericht schlägt die Expertengruppe Zufferey vor, die unabhängigen Vermögensverwalter neu einer prudentiellen Aufsicht zu unterstellen. Ende 2001 hat der Bundesrat die Expertenkommission Zimmerli beauftragt, die Empfehlungen der Expertengruppe zu konkretisieren und einen Gesetzesentwurf zu unterbreiten. Die Subkommission unter dem Vorsitz von Alexander Rabian, die in der Zwischenzeit ihre Arbeiten abgeschlossen hat, ist ebenfalls zum Schluss gekommen, dass sich eine verstärkte Regulierung der Vermögensverwalter grundsätzlich rechtfertige.³¹⁰ Vorerst hat die Expertenkommission Zimmerli jedoch die Arbeiten zur erweiterten Aufsicht der unabhängigen Vermögensverwalter zurückgestellt. Es steht zum jetzigen Zeitpunkt nicht fest, in welche Richtung sich die verstärkte Regulierung entwickeln wird, falls überhaupt ein entsprechender Vorschlag erfolgt.³¹¹

Grundsätzlich wären verschiedene Varianten³¹² denkbar:

- die Schaffung eines spezifischen Gesetzes für alle unabhängigen Vermögensverwalter
- die fakultative Unterstellung unter ein Vermögensverwaltungsgesetz
- die Unterstellung unter das BEHG
- die Einführung einer staatlich verordneten Selbstregulierung
- eine schärfere Kontrolle der Vermögensverwalter durch den kontoführenden Geschäftspartner („Know-Your-Partner“), mittels EBK-Rundschreiben
- die Beibehaltung des Status quo

Einhellig sind die befragten Experten der Auffassung, die unabhängigen Vermögensverwalter zumindest partiell zu beaufsichtigen, indem sie ins BEHG integriert³¹³ werden. Als Kriterien für die Unterstellung kämen in Frage die Grösse des Instituts resp. die Höhe der verwalteten Gelder³¹⁴ oder das spezifische Geschäftsfeld der Vermögensverwaltung (z.B. Ausschluss der Anlage-, Steuer-, Rechts-, Versicherungs- und Immobilienberatung) oder die Freiwilligkeit.³¹⁵

Die institutionelle Beaufsichtigung der Vermögensverwalter entspricht zudem europäischen Regulierungsstandards. Dringender Handlungsbedarf ergibt sich mit Blick auf die Rechtsentwicklungen in der EU aufgrund der neuen europäischen Fondsrichtlinie (Vgl. Kapitel 3.4.1). Wird in der näheren Zukunft keine Möglichkeit zur verstärkten Beaufsichtigung der Vermögensverwalter geschaffen, werden diese ihren Marktzutritt im europäischen Fondssektor verlieren. Die Ausübung der Fondstätigkeit wäre nur noch mit dem bankähnlichen Effektenhändlerstatus denkbar, d.h. mit beträchtlichen Wettbewerbsnachteilen im Vergleich zu den

³¹⁰ Vgl. Roth 2003a, o.S.

³¹¹ Vgl. Roth 2004, S.11.

³¹² Vgl. Roth 2004, S.9f.; Vgl. Roth 2003a, o.S.; Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

³¹³ Mehrheitlich wird die Unterstellung als nicht kontoführende Kundenhändler vorgeschlagen. Denkbar wäre auch die Schaffung einer zusätzlichen Vermögensverwalter-Kategorie.

³¹⁴ Der SVUE schlägt die obligatorische Eingliederung der grossen unabhängigen Vermögensverwalter vor.

³¹⁵ Vgl. Aussagen von Gesprächspartnern.

europäischen Vermögensverwaltern. Nicht zuletzt hängt die Stossrichtung der angestrebten Regulierung von der Entwicklung der politischen Beziehungen zwischen der EU und der Schweiz ab. Bei einem antizipierten EU-Beitritt der Schweiz würde es keinen Sinn machen, an europäisch anerkannten Standards vorbei zu regulieren. Geht man jedoch davon aus, dass kein Beitritt erfolgt und die Freizügigkeit auf bilateralen Abkommen basieren wird, steht mehr Spielraum zur Verfügung.³¹⁶

Handlungsbedarf besteht nicht nur bei den unabhängigen Vermögensverwaltern, sondern auch bei anderen Finanzintermediären, die ihre Geschäfte im Asset Management, Devisenhandel³¹⁷ bzw. der Corporate Finance- und Anlageberatung tätigen, ohne gegenwärtig beaufsichtigt zu werden.

Bei der Neugestaltung der Regulierungspyramide empfiehlt sich in Übereinstimmung mit schweizerischer Regulierungstradition sowohl bei den Effektenhändlern als auch bei den Vermögensverwaltern organisches evolutionäres Vorgehen statt revolutionärer Ansätze „mit der Brechstange“. Entscheidend ist, dass die Reformvorhaben klar priorisiert werden.

7.2.3 AUSGEWÄHLTE REGULIERUNGSGEBIETE

Der SVUE hat in einem Positionspapier³¹⁸ die Anliegen der Effektenhändler an eine sachgemässe Regulierung zusammengefasst. Abgeleitet von den bereits erwähnten Zielsetzungen (gegenüber den Banken eigenständige Regulierung, obligatorische Erfassung aller Finanzintermediäre mittlerer Grösse, Unterscheidung zwischen Effektenhändlern mit und ohne Kontoführung) formuliert er u.a. folgende Einzelpostulate:

- Obligatorischer Effektenhändlerstatus für externe Vermögensverwalter mit mehr als 1 Mia. CHF „Assets under Management“
- Aufhebung des Verzinsungsverbots von Kontokorrentguthaben für kontoführende Effektenhändler
- Verzicht auf die vertikale Funktionentrennung für kleinere Institute³¹⁹
- Abschaffung der internen Revisionsstelle für kleinere Institute bei einer gleichzeitigen, beschränkten Erhöhung des Budgets für die externe Revision
- Erleichterte Anerkennungsvorschriften für die börsengesetzlichen externen Revisionsstellen
- Vereinfachung der Risikoverteilungsvorschriften

³¹⁶ Vgl. Aussage eines Gesprächspartners.

³¹⁷ Die Expertengruppe Zufferey empfiehlt, die Devisenhändler im Rahmen des BEHG zu regulieren; Vgl. Zufferey 2000, S.14.

³¹⁸ Vgl. Glaus 2002, S.1-11.

³¹⁹ Institute, die weniger als 50 Mitarbeiter beschäftigen und keinen Filialbetrieb unterhalten; Vgl. Glaus 2002, S.7. Gemäss Abbildung 1 handelt es sich dabei um 81% der erfassten Effektenhändler.

- Herabsetzung des Mindestkapitals auf 1 Mio. CHF bei Erleichterung bzw. Eliminierung der bankenrechtlichen Unterlegungssätze und unter Beibehaltung des Base Requirement³²⁰
- Vereinfachung der bankenrechtlichen Unterlegungsvorschriften für kontoführende Effekthändler; Eliminierung der Unterlegungsvorschriften für nicht kontoführende Institute bei gleichzeitigem Verbot des Kreditgeschäfts
- Neue Vorschriften für kontoführende Effekthändler zur Liquiditätsvorsorge³²¹
- Beschränkung der Konsolidierungsvorschriften auf gruppenweite Auskunftspflicht; Rechnungsmässige Konsolidierung für kontoführende Institute in Ausnahmefällen³²²

Diese Forderungen stehen weitgehend im Einklang mit den in Kapitel 7.1.3 gemachten Feststellungen zur Zweckmässigkeit, mit Ausnahme der geforderten Aufhebung des Verzinsungsverbots, der auch von Expertenseite widersprochen wird. Mit Blick auf die in Abbildung 19 präsentierten Umfrageresultate fehlt lediglich das stark kritisierte Regulierungsgebiet Berichterstattung. Andererseits erhalten die Postulate zur Funktionentrennung, Risikodiversifikation und Konsolidierung nur laue Unterstützung durch die befragten Effekthändler.

Die im Positionspapier beschriebene Umsetzung kann nur mittelfristig erfolgen, weil sie sich nicht auf Verordnungsstufe beschränkt, sondern eine Revision des Börsengesetzes³²³ impliziert.

Andere, kurzfristigere Umsetzungsvarianten bzw. schrittweises Vorgehen sind vorstellbar. Die verschiedenen Optionen wären nach Kosten-Nutzen-Kriterien und auf der Basis klarer Prioritäten zu bewerten.

7.3 EMPFEHLUNGEN ZUR STATUSWAHL

In Kapitel 3.4 wurden für die Bereiche Vermögensverwaltung und Effektenhandel theoretische Kosten-Nutzen-Erwägungen zur Wahl des optimalen Status angestellt. Inzwischen stehen zusätzlich die quantifizierten Daten aus Kapitel 5 und 6 zur Verfügung. Die folgenden Empfehlungen zur Wahl des optimalen Status greifen auf diese Grundlagen zurück und basieren auf der Analyse der jeweiligen Kosten-Nutzen-Verhältnisse. Sie gliedern sich in Vorschläge an die Adresse von unabhängigen Effekthändlern bzw. Vermögensverwaltern.

³²⁰ Dieser Vorschlag begünstigt insbesondere die kleinen Effekthändler. Das Base Requirement sorgt dafür, dass die Effekthändler mit zunehmender Grösse nicht zu „dünn“ kapitalisiert sind; Vgl. Glaes 2002, S.8.

³²¹ Die Geschäftsleitung ist für eine angemessene Liquiditätsvorsorge verantwortlich. Dieser Grundsatz ist im Gesetz festzuhalten, wobei die Konkretisierung nicht durch die Übernahme der bankenrechtlichen Vorschriften, sondern gemäss heutiger Praxis zu erfolgen hat; Vgl. Glaes 2002, S.9.

³²² Wenn wesentliche geschäftliche Verflechtungen, namentlich Kreditverhältnisse zwischen der primär regulierten Einheit und den nicht regulierten Gruppengesellschaften bestehen, soll die Ausnahmeklausel verhindern, dass das kontoführende Institut durch Auslagerung des risikoreichen Teils seines Geschäfts an nicht primär regulierte Einheiten die Rechnungslegungsvorschriften des Effekthändlers umgehen kann; Vgl. Glaes 2002, S.9f.

³²³ Vgl. dazu den Anhang zum Positionspapier.

Selbstverständlich besteht kein Anspruch auf Allgemeingültigkeit der abgegebenen Empfehlungen, präsentiert sich doch die spezifische Situation der einzelnen Institute sehr unterschiedlich.

7.3.1 EFFEKTENHÄNDLER

Vermögensverwaltende Effekthändler

Die Effekthändler verzeichnen im Vergleich zu den kleinen VHV-Banken äquivalente Kosten. Auf der Nutzenseite schneiden sie jedoch eindeutig schlechter ab, weil ihnen das Zinsdifferenzgeschäft verwehrt ist bzw. die Konto- und Depotführung keine Erträge abwirft. Weiter geniessen sie eine geringere Reputation und leiden unter der erklärungsbedürftigen Namensgebung. Dem logisch scheinenden Wechsel zum Bankstatus steht aber mit dem Mindestkapitalerfordernis von 10 Mio. CHF eine Hürde im Weg, die für die meisten Institute unüberwindbar sein dürfte.

Im Vergleich zu den unabhängigen Vermögensverwaltern ergeben sich für die Effekthändler regulierungsbedingt zwar höhere Kosten, aber auch deutliche Nutzengewinne (Vgl. Kapitel 3.4.1).

Die Empfehlung an die vermögensverwaltenden Effekthändler lautet daher, zum Bankstatus zu wechseln, sofern das Mindestkapital aufgebracht werden kann. Ist dies nicht möglich, bleibt die Wahl zwischen dem Status quo und dem Wechsel zu den unabhängigen Vermögensverwaltern, deren regulatorische Zukunft allerdings mit einigen Unwägbarkeiten belastet ist. Es wird den finanzschwächeren Effekthändlern daher empfohlen, abzuwarten, bis mehr Entscheidungsgrundlagen zur Verfügung stehen.

Reine Effekthändler

Die reinen Effekthändler weisen eindeutig tiefere Kosten als die kleinen VHV-Banken auf. Es handelt sich dabei um spezialisierte Unternehmen, die den beim allfälligen Übertritt zum Bankstatus resultierenden Zusatznutzen gar nicht anstreben. Der in Kapitel 3.4.2 erwähnte Wechsel zum Status des unabhängigen Vermögensverwalters bei gleichzeitigem Outsourcing des Handels an Banken oder spezialisierte Broker erscheint eher exotisch.

Die Beibehaltung des gegenwärtigen Status wird klar empfohlen.

Übrige Effekthändler

Zwar scheinen Tätigkeiten, die durch tiefer oder überhaupt nicht regulierte Intermediäre ausgeübt werden dürfen, so z.B. der Devisenhandel, die Corporate Finance- und Anlageberatung für Effekthändler zu teuer. Weil diese Geschäftsfelder im Rahmen dieser Arbeit bewusst nicht unter die Lupe genommen wurden, wird jedoch auf eine Empfehlung verzichtet.

7.3.2 UNABHÄNGIGE VERMÖGENSVERWALTER

Gegenwärtig tragen die unabhängigen Vermögensverwalter die klar tiefsten Regulierungskosten. Empfehlungen an ihre Adresse hängen von der Ausgestaltung der zukünftigen Regulierung ab. Nach Expertenmeinung zeichnet sich mit einiger Wahrscheinlichkeit eine partielle Unterstellung der unabhängigen Vermögensverwalter unter das BEHG ab. Je nach Wahl des Selektionskriteriums ergeben sich verschiedene Optionen und Empfehlungen. So wäre z.B. bei fakultativer Unterstellung abzuwägen, ob der Zusatznutzen durch Imagegewinn, erleichterten Marktzutritt im Ausland und Kompatibilität mit der europäischen Fondsrichtlinie, etc. die entstehenden Mehrkosten rechtfertigt. Würde die Dimension der verwalteten Assets als Kriterium für die Unterstellung auserkoren, käme allenfalls eine Reduktion des Geschäftsvolumens in Frage, um die höheren Regulierungskosten zu vermeiden. Bei genereller regulatorischer Erfassung der Vermögensverwaltung müssten Institute, die diese Sparte nur als Nebengeschäft betreiben, eine Konzentration auf nicht regulierte Tätigkeiten (Anlage-, Steuerberatung, etc.) ins Auge fassen.

Im gegenwärtigen Zeitpunkt lautet deshalb die Empfehlung an die unabhängigen Vermögensverwalter, den Status quo beizubehalten und die zukünftigen Entwicklungen abzuwarten. Sobald diese absehbar sind, hätten betroffene Institute ihre Statuswahl bzw. ihre Positionierung aufgrund einer sorgfältigen Kosten-Nutzen-Analyse abzuwägen.

8 FAZIT UND AUSBLICK

Als Fazit ergibt sich, dass eine bedeutende Anzahl der Effekthändler in der Vermögensverwaltung und damit in einem ähnlichen Geschäftsfeld wie die VHV-Banken tätig sind. Sie unterliegen dabei regulatorischen Auflagen, die der Bankenregulierung nahe kommen. Die vorgenommenen Auswertungen und Vergleiche ergeben denn auch, dass die vermögensverwaltenden Effekthändler und kleinen VHV-Banken äquivalente Regulatory Burden tragen. Wegen des hohen Fixkosten-Anteils der Regulierungsbestimmungen ergeben sich allerdings erhebliche Skaleneffekte zum Nachteil der kleinen Institute.

Aus der Analyse der vorliegenden qualitativen und quantitativen Daten, dem Studium der relevanten regulatorischen Vorschriften sowie Kommentaren der befragten Experten kann die Schlussfolgerung gezogen werden, dass die Effekthändler in der Regulierungspyramide zu hoch angesiedelt sind. Es wird empfohlen, insbesondere die Auflagen aus dem Kommerzgeschäft zu eliminieren und einen „mittelständischen Finanzdienstleister“ zu kreieren, der regulatorisch und wirtschaftlich zwischen Banken und unabhängigen Vermögensverwaltern zu liegen kommt. Handlungsbedarf besteht vor allem bei den Vorschriften zur Revision und Eigenkapitalunterlegung. Weitere Empfehlungen beinhalten die Unterteilung in konto- und nicht kontoführende Effekthändler sowie die differenzierte Regulierung der definierten Effekthändlerkategorien.

Die Datenqualität der empirischen Untersuchung hält einer kritischen Würdigung knapp stand und verdient das Prädikat „akzeptabel“. Um ausreichend zuverlässige Resultate zu erhalten, ist die Anzahl der Institute schlicht zu klein und es wäre ein grösserer Stichprobenumfang erforderlich, der aber wegen der geringen Umfragebeteiligung verfehlt wurde. Die berechnete Regulatory Burden für Effekthändler darf deshalb nur als Richtwert interpretiert werden, erfährt aber eine gewisse Erhärtung durch die Überprüfung von Konsistenz und Robustheit der Daten sowie der Anknüpfung an bestehende Vergleichsstudien. Beim Vergleich mit den VHV-Banken wird die Datenqualität zusätzlich vermindert durch die kleine Anzahl dieser Institute sowie den extrem überdurchschnittlichen Angaben eines kleinen VHV-Vertreters.

Die Analysen zur Zweckmässigkeit der geltenden Ordnung und die abgegebenen Änderungsvorschläge legen grosses Gewicht auf die Befragung von Direktbetroffenen und Verbandsvertretern, bei gleichzeitiger Relativierung politisch gefärbter Meinungen durch den unabhängigen Experten.

Es herrscht breiter Konsens, dass sich der Re-Regulierungsschub in Zukunft kaum abschwächen wird und die Kosten der Regulierung weiterhin kräftig ansteigen werden. So dürfte der Vollzug der neuen Richtlinien zur Reform im Prüfwesen 10- bis 20prozentige Zunahmen der jährlichen Revisionskosten nach sich ziehen.³²⁴ Es ist abzusehen, dass die Regulie-

³²⁴ Vgl. Glaus 2003, S.1; Vgl. Eidgenössische Bankenkommission 2003c, S.4.

rungsflut inskünftig bisher schwach oder nicht regulierte Intermediäre, z.B. unabhängige Vermögensverwalter und Devisenhändler, neu bzw. stärker erfasst wird. Die internationale Dimension der Regulierung wird zudem grösseres Gewicht erhalten. Bei den Effekthändlern sind in näherer Zukunft keine einschneidenden Veränderungen zu erwarten. Anpassungen bahnen sich aber mittelfristig an.

Der Wettbewerb unter den Marktteilnehmern wird sich in Zukunft erweitern. Es wird nicht mehr nur darum gehen, das eigentliche Kerngeschäft kompetent zu betreiben, sondern auch eminent wichtig sein, Chancen und Risiken der Regulierung optimal zu begegnen.

LITERATURVERZEICHNIS

- Alfon, I./ Andrews, P.:** Cost-Benefit Analysis in Financial Regulation, FSA Occasional Paper Series, Nr. 3, London 1999.
- Andrews, P./ Klumpes, P./ Meeks, G. et al.:** Some Cost-Benefit Issues in Financial Regulation, FSA Occasional Paper Series, Nr. 12, London 2000.
- Auckenthaler, Ch.:** Vorlesungsunterlagen Portfoliomanagement, Kapitel 1, 2004, http://www.isb.unizh.ch/studium/courses04/pdf/0343_kapitel_01_1.pdf, 07.06.2004 (Abfragedatum).
- Benston, G.:** How Much Regulation of Financial Services Do We Really Need?, in: Business Economics, Vol. 38, 2003, S.31-33.
- Bernet, B.:** Institutionelle Grundlagen der Finanzintermediation, Oldenbourg, München, Wien 2003.
- Blattner, N.:** Banken- und Finanzmarktregulierung: Baustelle Schweiz, 2002, http://www.snb.ch/d/download/publikationen/ref_020529_nbl.pdf, 01.05.2004 (Abfragedatum).
- Blumer, A.:** Bankenaufsicht und Bankenprüfung, Paul Haupt, Bern 1996.
- Bohley, P.:** Statistik: Einführendes Lehrbuch für Wirtschafts- und Sozialwissenschaftler, 6. Auflage, Oldenbourg, München 1996.
- Boot, A.W.A.:** Regulation and Banks' Incentives to control Risk, 2001, <http://www.Riksbank.se/upload/7692/Boot.doc>, 05.05.2004 (Abfragedatum).
- Briault, C.:** The Cost of Financial Regulation, 2003, <http://www.fsa.gov.uk/pubs/speeches/sp140.html>, 30.04.2004 (Abfragedatum).
- Bührer, Ch.:** Unabhängige Vermögensverwalter in der Schweiz, erste Ergebnisse der Umfrage im Rahmen der Dissertation an der Universität Zürich von Christian Bührer, unveröffentlicht, Zürich 2004.
- Carletti, E.:** Bank Moral Hazard and Market Discipline, Working Paper, Financial Markets Group, London School of Economics, London 1999.

Davies, H.: Why Regulate?, 1998, [http://www.eur.unisg.ch/org/eur/web.nsf/df76d44a9ef44c6cc12568e400393eb2/52b8fb25223ae4fdc1256e360048b208/\\$FILE/ATT66RS4/Why%20Regulate.doc](http://www.eur.unisg.ch/org/eur/web.nsf/df76d44a9ef44c6cc12568e400393eb2/52b8fb25223ae4fdc1256e360048b208/$FILE/ATT66RS4/Why%20Regulate.doc), 15.05.2004 (Abfragedatum).

Eidgenössische Bankenkommision: Liste der bewilligten Banken und Effektenhändler, o.J., <http://www.ebk.admin.ch/d/societe/dbeh.pdf>, 26.04.2004 (Abfragedatum).

Eidgenössische Bankenkommision: Rundschreiben 96/4 (Publikumseinlagen bei Nichtbanken), Gewerbsmässige Entgegennahme von Publikumseinlagen durch Nichtbanken im Sinne des Bankengesetzes, 1996, <http://www.ebk.admin.ch/d/publik/rundsch/96-4.pdf>, 05.05.2004 (Abfragedatum).

Eidgenössische Bankenkommision: Rundschreiben 98/2 (Effektenhändler), Erläuterung zum Begriff Effektenhändler, 1998a, <http://www.ebk.admin.ch/d/publik/mitteil/m5-98-1.pdf>, 05.05.2004 (Abfragedatum).

Eidgenössische Bankenkommision: EBK-Bulletin, Heft 34, 1998b, <http://www.ebk.admin.ch/f/publik/bulletin/bull34.pdf>, 03.06.2004 (Abfragedatum).

Eidgenössische Bankenkommision: Entwurf zum Rundschreiben Marktverhaltensregeln, 2003a, http://www.ebk.admin.ch/d/aktuell/20031216/rs031216_01d.pdf, 25.06.2004 (Abfragedatum).

Eidgenössische Bankenkommision: Jahresbericht, 2003b, <http://www.ebk.admin.ch/d/publik/bericht/jb03.pdf>, 30.04.2004 (Abfragedatum).

Eidgenössische Bankenkommision: Reform im Prüfwesen: Vernehmlassung zu den Entwürfen der EBK-RS Prüfung, Prüfbericht, Prüfgesellschaft, Grossbankenaufsicht und Selbstregulierung als Mindeststandard, 2003c, http://www.ebk.ch/d/aktuell/20030911/m030911_01d.pdf, 25.08.2004 (Abfragedatum).

Eidgenössische Bankenkommision: Umfang der Revisionsarbeiten bei Banken und Effektenhändlern - Umfrage der EBK von 2002, 2004a, <http://www.ebk.admin.ch/d/aktuell/20040630/m040630.pdf>, 02.07.2004 (Abfragedatum).

Eidgenössische Bankenkommision: Änderung der Liquiditätsvorschriften/ neue Mindestreserveregelung, 2004b, http://www.ebk.admin.ch/d/publik/mitteil/20040407/m_040407_01_d.pdf, 03.06.2004 (Abfragedatum).

Eidgenössisches Finanzdepartement: Totalrevision des Bundesgesetzes über die Anlagefonds vom 18. März 1994, 2003a, <http://www.efd.admin.ch/d/dok/gesetzgebung/vernehmlassungen/2004/01/anlagefondsg.pdf>, 26.05.2004 (Abfragedatum).

Eidgenössisches Finanzdepartement: Neue Gebührenvorschriften bei der EBK, 2003b, <http://www.efd.admin.ch/d/dok/medien/medienmitteilungen/2003/09/ebk.htm>, 05.06.2004 (Abfragedatum).

Eliehausen, G.E.: The Cost of Bank Regulation: A Review of the Evidence, in: Federal Reserve Bulletin, Staff Study 171, 1998, S.1-35.

Financial Services Authority: Practical Cost-Benefit Analysis for Financial Regulators, 2000a, <http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/cba.pdf>, 30.04.2004 (Abfragedatum).

Financial Services Authority: Making Policy in the FSA: How to account of Competition, 2000b, http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/policy_making.pdf, 10.05.2004 (Abfragedatum).

Financial Services Authority: Cost of Compliance: A Report by Europe Economics, 2003, http://www.fsa.gov.uk/pubs/other/cost_compliance.pdf, 15.05.2004 (Abfragedatum).

FinWeb: Homepage, <http://www.finweb.admin.ch>, 25.07.2004 (Abfragedatum).

Franks, J.R./ Schaefer, S.M./ Staunton, M.D.: The Direct and Compliance Costs of Financial Regulation, in: Journal of Banking and Finance, Vol. 21, 1998, S. 1547-1572.

Gasser, U.: Wachsende Anforderungen an die Revisionsstellen, 1998, <http://www1.treuhaender.ch/10-98/Revision/11dgasse/11dgasse.html>, 30.04.2004 (Abfragedatum).

Glaus, H.: Markträumung bei den Vermögensverwaltern - Eine neue Chance für die Schweizer Effekthändler, 2001a, <http://www.svue.ch/press/NZZ-Artikel.01.01.05.PDF>, 26.04.2004 (Abfragedatum).

Glaus, H.: Bestimmungen zur Gruppen- und Konglomeratsaufsicht, 2001b, <http://www.svue.ch/press/stellungnahme.pdf>, 02.05.2004 (Abfragedatum).

Glaus, H.: Revision des Effekthändler-Status: Verbesserungsvorschläge, 2002, <http://www.svue.ch/press/EH%20POSITIONSPAPIER%20dt.pdf>, 02.05.2004 (Abfragedatum).

- Glaus, H.:** Reform im Prüfwesen: Vernehmlassung, 2003, <http://www.svue.ch/press/03.12.09.Vernehmml.Pruefwesen.pdf>, 15.05.2004 (Abfragedatum).
- Hangartner, S.:** Die Meldepflicht der Effektenhändler gemäss Art. 15 BEHG, Diplomarbeit an der Swiss Banking School, 2002, http://www.swx.com/members/dipar_sbs_de.pdf, 02.05.2004 (Abfragedatum).
- Hartmann-Wendels, T./ Pfingsten, A./ Weber, M.:** Bankbetriebswirtschaftslehre, 2. Auflage, Springer, Berlin 2000.
- Hirszowicz, C.:** Schweizerische Bankpolitik, 5. Auflage, Paul Haupt, Bern 2003.
- Hoffmann, S.:** Standortbestimmung Finanzmarktregulierung: Wie viel und welche Regulierung tut den Banken und dem Finanzplatz gut?, Positionspapier der Schweizerischen Bankiervereinigung, Eigenverlag, Basel 2004.
- Hotz-Hart, B./ Mäder, S./ Vock, P.:** Volkswirtschaft der Schweiz, 3. Auflage, vdf Hochschulverlag, Zürich 2001.
- Hubli, I.: Regulatory Burden:** Die Kosten der Regulierung von Vermögensverwaltungsbanken in der Schweiz, Working Paper Nr. 37, 2004, <http://www.isb.unizh.ch/forschung/pdf/workingpapernr37.pdf>, 15.04.2004 (Abfragedatum).
- Kilgus, S.:** Vorlesungsunterlagen Regulation and Supervision, Sorgfaltspflichten der Finanzintermediäre, 2004, http://www.isb.unizh.ch/studium/courses04/pdf/0345_2004-04-08_geldwaescherei.pdf, 28.04.2004 (Abfragedatum).
- Krayer, G.:** Die Rolle der Banken in der Volkswirtschaft, 2002, http://www.swissbanking.org/krayer_d_02_02_05.pdf, 26.05.2004 (Abfragedatum).
- Leibundgut, M.:** Begriff des Effektenhändlers im Sinne des Börsengesetzes, Paul Haupt, Bern 1999.
- Lewellyn, D.:** The Economic Rationale of Financial Regulation, FSA Occasional Papers Series, Nr.1, London 1999.
- Nobel, P.:** Schweizerisches Finanzmarktrecht, Stämpfli Verlag AG, Bern 1997.
- o.V.:** Den Finanzhaien geht's ans Lebendige, in: Cash, 19. Februar 1999, S.68.

- o.V.:** Tauziehen um die Finanzmarktregulierung, in: Neue Zürcher Zeitung, 12. Juni 2004, S.25.
- Rabian, A.:** Regulierung unabhängiger Vermögensverwalter, 2002, http://www.isb.unizh.ch/studium/courses02-03/pdf/0312_referat_rabian.pdf, 24.05.2004 (Abfragedatum).
- Roth, U.:** Banken und Vermögensverwalter auf der Regulierungsbaustelle: Massvolle Regeln besser als Schläge ins Wasser, 2003a, http://www.vsvasg.ch/htm/htm_d/denaris_artikel.htm?id=19&artikel_id=62, 05.05.2004 (Abfragedatum).
- Roth, U.:** Geldwäschereibekämpfung in der Schweiz, 2003b, <http://www.swissbanking.org/roth-d-03-06-05.pdf>, 24.05.2004 (Abfragedatum).
- Roth, U.:** Regulierung der Nicht-Banken-Finanzintermediäre, 2004, http://www.swissbanking.org/fr/referat_rou_040601.pdf, 20.06.2004 (Abfragedatum).
- Schenker-Wicki, A.:** Vorlesungsunterlagen Performance Management, 2004, <http://www.isu.unizh.ch/performance/main/index.php>, 24.05.2004 (Abfragedatum).
- Schweizerische Bankiervereinigung:** Homepage, <http://www.swissbanking.org>, 24.05.2004 (Abfragedatum).
- Schweizerische Bankiervereinigung:** Besondere Risiken im Effektenhandel, 2001, http://www.zugerkb.ch/Pdf_Files/Besondere%20Risiken%20im%20Effektenhandel.pdf, 11.05.2004 (Abfragedatum).
- Schweizerische Bankiervereinigung:** Jahresbericht, 2002/2003, http://www.swissbanking.org/jb_02_03_d_def.pdf, 11.05.2004 (Abfragedatum).
- Staub, M.:** Chinesische Mauern für Analysten, 2003, http://www.vsv-asg.ch/htm/htm_d/denaris_artikel.htm?id=20&artikel_id=80, 05.05.2004 (Abfragedatum).
- STG-Coopers & Lybrand:** Rechnungslegungsvorschriften für Banken und Effektenhändler, Eigenverlag, Basel 1997.
- Stillhart, G.:** Theorie der Finanzintermediation und Regulierung von Banken, Paul Haupt, Bern 2002.
- Universität St. Gallen:** Studie betreffend administrative Auswirkungen des Geldwäschereigesetzes für Vermögensverwalter in der Schweiz, Eigenverlag, St. Gallen 2003.

- Verband Schweizerischer Vermögensverwalter:** Rahmengesetz und wirksame Selbstregulierung, 2001, http://www.vsv-asg.ch/htm/htm_f/denaris_artikel.htm?id=5&artikel_id=22, 15.05.2004 (Abfragedatum).
- Villiger, K.:** Finanzmarktregulatorische Perspektiven, 2001, <http://www.efd.admin.ch/d/dok/referate/2001/05/vsv.pdf>, 15.05.2004 (Abfragedatum).
- Volken, P.:** Anlagefondsrecht, 2000, <http://www.unifr.ch/ipr-wr/Dokumentation/skript%20Anlagefonds.pdf>, 23.05.2004 (Abfragedatum).
- Weber, R.:** Handlungsspielraum der Finanzmarktpolitik, in: Neue Zürcher Zeitung, 27. März 2003, S.29.
- Wyss, A.:** Verhaltensregeln für Effekthändler, Dike Verlag AG, St. Gallen 2000.
- Zobl, D.:** Skriptum zur Vorlesung Wertpapierrecht (Kapitalanlagerecht), Eigenverlag, Zürich 2002.
- Zuberbühler, D.:** Finanzmarktregulierung und kein Ende, 2004, http://www.ebk.admin.ch/d/aktuell/20040326/DLF_Regulierung.pdf, 11.05.2004 (Abfragedatum).
- Zufferey, J.-B.:** Vaut-il mieux être banque ou négociant?, in: Margelisch, C.-A./ Winzeler, C.: Freiheit und Ordnung im Kapitalmarktrecht, Schulthess Verlag, Zürich 1998, S.193-216.
- Zufferey, J.-B.:** Finanzmarktregulierung und Aufsicht in der Schweiz, Schlussbericht, EDMZ, Bern 2000.
- Zufferey, J.-B.:** Überregulierung im Bank- und Finanzsektor, 2004, http://www.ebk.admin.ch/d/aktuell/20040429/Referat_ZUJ_D.pdf, 03.06.2004 (Abfragedatum).

VERZEICHNIS DER GESPRÄCHS- UND INTERVIEWPARTNER

Ambauen, Ueli: DTS Derivative Trading System AG, Chief Operating Officer, 17. Juni, telefonisch.

Geering, Walter: BW Schweiz AG, Geschäftsleitung, 16. Juni, telefonisch.

Glaus, Hannes: Lustenberger Glaus & Partner, Rechtsanwalt und Präsident des Schweizer Verbands unabhängiger Effekthändler, April-Juni, telefonisch.

Hubli, Ivo: Autor der Studie über die Kosten der Regulierung von Börsen- und Verwaltungsbanken, 27. Mai, Wädenswil.

Nobel, Peter: Nobel & Hug, Rechtsanwalt und Professor für Privat-, Handels- und Wirtschaftsrecht sowie Direktor am Institut für Europarecht an der Universität St. Gallen, 9. August, Zürich.

Rabian, Alexander: Naegeli und Streichenberg RA, Rechtsanwalt und Mitglied der Geschäftsleitung der Selbstregulierungsorganisation des Verbands Schweizerischer Vermögensverwalter, 23. Juli 2004, Zürich.

Staub, Heiner: DeTraCo AG, ohne Angabe, 16. Juni 2004, telefonisch.

Taisch, Franco: Bank Julius Bär & Co. AG, Chief Legal Officer, 10. Juni 2004, Zürich (Mitglied der Expertengruppe).

Trignani, Stefan: Bank Julius Bär & Co. AG, Vice President Legal and Compliance, 10. Juni 2004, Zürich.

Winzeler, Christoph: Schweizerische Bankiervereinigung, Advokat und Mitglied der Direktion, 22. Juli 2004, telefonisch.

ANHANG I: FRAGEBOGEN INKLUSIVE ERLÄUTERUNGEN



Allgemeine Fragen

1. *Wie viele Personen (Vollzeitstellen) sind insgesamt in Ihrer Firma tätig (per 31.12.2002)?*

2. *Gemäss der Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel (Art. 2 und 3 BEHV) existieren fünf verschiedene Effekthändlerkategorien. Welche Effekthändlerbewilligung(en) besitzt Ihre Firma?*
(Mehrfachnennungen möglich)
 Eigenhändler Emissionshaus Market Maker
 Kundenhändler (Broker) Derivathaus
3. *Welche Dienstleistungen bietet Ihre Firma an? Wie hoch schätzen Sie den prozentualen Anteil der angebotenen Dienstleistungen am Gesamtertrag im Jahr 2002?*
(Mehrfachnennungen möglich)

Dienstleistungen	Geschätzter Anteil am Gesamtertrag			
	0≤%<25	25≤%<50	50≤%<75	75≤%≤100
<input type="checkbox"/> Kontoführung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/> Depotführung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/> Effektenhandel <i>Börsenzulassung(en)?</i> <input type="checkbox"/> SWX <input type="checkbox"/> Eurex <input type="checkbox"/> Andere: _____	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/> Devisenhandel/ Commodities	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/> Vermögensverwaltung (Institutionelle Kunden)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/> Vermögensverwaltung (Privatkunden)	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/> Corporate Finance Beratung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/> Eigene Fonds	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/> Anlageberatung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/> Rechtsberatung/ Erbschaft/ Steuern	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/> Treuhand	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/> Immobilienmanagement	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/> Altersvorsorge	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<input type="checkbox"/> Andere: _____	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

4. *Wie verteilen sich der Gesamtertrag und der Totalaufwand Ihrer Firma wertmässig (gemäss Erfolgsrechnung 2002)?*

Ertrag aus dem Zinsengeschäft	TCHF
Ertrag aus dem Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft	TCHF
Ertrag aus dem Handelsgeschäft	TCHF
Übriger ordentlicher Ertrag	TCHF
GESAMTERTRAG	TCHF

Personalaufwand	TCHF
Sachaufwand	TCHF
TOTALAUFWAND	TCHF

Kosten-/Nutzenerhebung

5. **Direct Costs:** Wie hoch sind Ihre an die EBK geleisteten Aufsichtsabgaben (inkl. allfällig bezahlte Aufsichtsabgaben für Anlagefonds)?

Jahr	2002
TCHF	

6. **Kosten der externen/internen Revision (2002):** Wie hoch ist der Stundenaufwand gemäss Auskunft Ihrer Revisionsgesellschaft für die Prüfung folgender Beschäftigungsfelder? Wie hoch schätzen Sie den Anteil am Stundenaufwand der externen/internen Revision, der allein auf die Regulierung zurückzuführen ist?

Externe Revision

Ziffer/Beschäftigungsfeld gemäss EBK-Umfrage		Anzahl Stunden (PJ, PT)	Anteil bedingt durch Regulierung/Aufsicht					
			0%	0<%<25	25≤%<50	50≤%<75	75≤%<100	100%
2.1	Planung/Risikobeurteilung		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2.2	Prüfung Zinsdifferenzgeschäft		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2.3	Prüfung Kommissions-/ Dienstleistungsgeschäft		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2.4	Prüfung Handel		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2.5	Prüfung Übrige Geschäfte		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2.6	Prüfung Informatik		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2.7	Prüfung Jahres-/Konzernrechnung		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2.8	Bankengesetzliche Berichterstattung		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2.9/ 2.10	Spezialrevisionen		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2.11	Total		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

Interne Revision

Ziffer/Beschäftigungsfeld gemäss EBK-Umfrage		Anzahl Stunden (PJ, PT)	Anteil bedingt durch Regulierung/Aufsicht					
			0%	0<%<25	25≤%<50	50≤%<75	75≤%<100	100%
3.1	Planung/Risikobeurteilung		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3.2	Prüfung Zinsdifferenzgeschäft		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3.3	Prüfung Kommissions-/ Dienstleistungsgeschäft		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3.4	Prüfung Handel		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3.5	Prüfung Übrige Geschäfte		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3.6	Prüfung Informatik		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3.7	Prüfung Jahres-/Konzernrechnung		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3.8	Bankengesetzliche Berichterstattung		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3.9/ 3.10	Spezialrevisionen		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3.11	Total		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

7. **Compliance Costs (2002):** *Wie schätzen Sie die Compliance Costs der folgenden Regulierungsgebiete relativ zueinander ein und wie beurteilen sie den Nutzen der Regulierungsgebiete für den Finanzplatz Schweiz?*

Kosten/Nutzen

Regulierungsgebiet	Kostenrangliste (1=Grösste Kosten, 7= Kleinste Kosten)	Beurteilung des Nutzens für den Finanzplatz Schweiz		
		weniger wichtig	wichtig	entscheidend
Geldwäscherei, Sorgfaltspflicht, VSB, Terrorismusfinanzierung		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Unabhängigkeit der Finanzanalyse		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Marktverhalten, Effektenhändler, Journalführung, Insidergeschäfte, Kursmanipulationen		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Risikomanagement (Markt-, Kredit-, Zinsrisiken)		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Vermögensverwaltungsaufträge		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Fondsvertrieb		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Eigenkapital, Liquidität, Rechnungslegung, Klumpenrisiken, Meldewesen an SNB, EBK und SWX		<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

8. **Compliance Costs (2002):** *Wie hoch schätzen Sie die Personal- und Sachkosten pro Regulierungsgebiet?*

Schätzung der Compliance Costs

Regulierungsgebiet	Personalkosten (PJ, PT)	Sachkosten (TCHF)
Geldwäscherei, Sorgfaltspflicht, VSB, Terrorismusfinanzierung		
Unabhängigkeit der Finanzanalyse		
Marktverhalten, Effektenhändler, Journalführung, Insidergeschäfte, Kursmanipulationen		
Risikomanagement (Markt-, Kredit-, Zinsrisiken)		
Vermögensverwaltungsaufträge		
Fondsvertrieb		
Eigenkapital, Liquidität, Rechnungslegung, Klumpenrisiken, Meldewesen an SNB, EBK und SWX		

9. *Sind die Compliance Costs insgesamt grösser als die Totalkosten der internen und externen Revision?*

Ja Nein

Meinungsfragen

10. Wie beurteilen Sie die bestehende Regulierung in folgenden Bereichen?

	<i>ungenügend</i>	<i>genügend</i>	<i>zuviel</i>	<i>weiss nicht</i>
Funktionentrennung VR- GL	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Interne Revisionsstelle	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Eigenmittelunterlegung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Berichterstattung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Risikodiversifikation	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Konsolidierung	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Verzinsungsverbot	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Andere: _____	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

11. Welche Vorteile erzielt Ihre Firma aufgrund des Effektenhändlerstatus?
(Mehrfachnennungen möglich)

- Börsenzulassung Konto- und Depotführung
 Imagegewinn durch EBK-Aufsicht Andere: _____

12. Tendieren Sie zu einem Wechsel zum Bankstatus resp. zum Status der unabhängigen Vermögensverwalter?

- Ja, zum Bankstatus Nein Weiss nicht

Warum?

- Ja, zum Status der unabhängigen Vermögensverwalter

Warum?

Weitere Fragen

13. Würden Sie sich allenfalls für ein weiterführendes Gespräch mit mir zur Verfügung stellen?

- Ja Nein

14. Möchten Sie eine Auswertung der Befragung erhalten?

- Ja Nein

Allgemeine Angaben

Firma:

Name: _____

Person für Rückfragen:

Name: _____

Interne Position: _____

Telefon: _____

Email: _____

Bei allfälligen Unklarheiten oder Fragen Ihrerseits:

Prof. Dr. H. Geiger

Email: geiger@isb.unizh.ch

Telefon: 01 634 29 52

Eliane Marti

elianemarti@freesurf.ch

01 361 03 51

Bitte bis Freitag **28. Mai 2004** zurück an:

Per Post

Institut für schweizerisches Bankwesen
Herr Prof. Dr. H. Geiger & Frau E. Marti
Plattenstrasse 14
8032 Zürich

Per Attachment/ Email

geiger@isb.unizh.ch



ERLÄUTERUNGEN ZUM FRAGEBOGEN

Generelle Anmerkungen

Beilagen

Bitte legen Sie dem ausgefüllten Fragebogen die **GESCHÄFTSBERICHTE DER JAHRE 2002 UND 2003** bei.

Masseinheiten

Die Zahlenangaben sind entweder in 1000 CHF (**TCHF**), Anzahl Personenjahre (**PJ**) oder Anzahl Personentage (**PT**) zu machen. Ein PJ entspricht 1800 Stunden, ein PT 8 Stunden.

Frage 2

Die „Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel“ (Art. 2 und 3 BEHV) definiert *fünf verschiedene Händlerkategorien*:

Eigenhändler sind Effekthändler, die gewerbsmässig für eigene Rechnung kurzfristig mit Effekten handeln.

Emissionshäuser sind Effekthändler, die gewerbsmässig Effekten, die von Drittpersonen ausgegeben worden sind, fest oder in Kommission übernehmen und öffentlich auf dem Primärmarkt anbieten.

Market Maker sind Effekthändler, die gewerbsmässig für eigene Rechnung kurzfristig mit Effekten handeln und öffentlich dauernd oder auf Anfrage Kurse für einzelne Effekten stellen.

Kundenhändler sind Effekthändler, die gewerbsmässig in eigenem Namen für Rechnung von Kunden auf dem Sekundärmarkt mit Effekten handeln. Entweder führen sie selbst oder bei Dritten für diese Kunden Konti zur Abwicklung des Effektenhandels. Sie können auch Effekten dieser Kunden bei sich oder in eigenem Namen bei Dritten aufbewahren.

Derivathäuser sind Effekthändler, die gewerbsmässig selbst Effekten schaffen, die sie für eigene oder fremde Rechnung öffentlich auf dem Primärmarkt anbieten.

Bitte tragen Sie in die Felder ein, welche Effekthändlerbewilligung(en) Sie besitzen. Mehrfachnennungen sind möglich.

Frage 3

Bitte geben Sie an, welche Dienstleistungen Ihre Firma anbietet, wobei Mehrfachnennungen möglich sind. Falls Sie Dienstleistungen anbieten, die in der Tabelle nicht enthalten sind, tragen Sie diese bitte im Feld ‚Andere‘ ein.

Falls Sie im Effektenhandel tätig sind, geben Sie bitte zusätzlich an, an welcher(n) Börse(n) Sie zugelassen sind. Falls Sie neben der SWX (Swiss Exchange) und/oder der Eurex an anderen Börsen zugelassen sind, geben Sie bitte im Feld ‚Andere‘ beim Effektenhandel den Namen dieser Börse(n) an.

Schätzen Sie bitte zusätzlich den prozentualen Anteil der angegebenen Dienstleistung(en) am Gesamtertrag Ihrer Firma im Jahr 2002. Beim geschätzten Anteil am Gesamtertrag ist nur ein Kreuz pro Dienstleistung möglich.

Frage 4

Bitte übertragen Sie aus der Erfolgsrechnung 2002 den Ertrag aus dem Zinsengeschäft, den Ertrag aus dem Kommissions- und Dienstleistungsgeschäft, den Ertrag aus dem Handelsgeschäft und den Gesamtertrag in die entsprechende Tabelle. Tragen Sie weiter den Personalaufwand, den Sachaufwand und den Totalaufwand aus der Erfolgsrechnung 2002 in die vorgesehene Tabelle ein.

Geben Sie Ihre Angaben bitte in Tausend Schweizer Franken (TCHF) an.

Frage 5

Die so genannte Aufsichtsabgabe muss von allen beaufsichtigten Instituten jährlich an die Eidgenössische Bankkommission (EBK) entrichtet werden. Nach einem bestimmten Schlüssel wird dieser

Betrag für jedes einzelne Institut festgelegt. Zusätzlich verlangt die EBK Aufsichtsgebühren für Anlagfonds.

Bitte tragen Sie die Höhe Ihrer Aufsichtsabgaben im Jahr 2002 in Tausend Schweizer Franken (TCHF), inklusive allfällige Aufsichtsabgaben für Anlagfonds in das entsprechende Feld ein.

Frage 6

Die EBK führt bei den externen Revisionsstellen jährlich eine Studie zur Erhebung des Revisionsaufwandes bei Banken und Effektenhändlern durch. Der Revisionsaufwand wird, getrennt nach externer und interner Revision, anhand der Stundenzahl, die zur Revision eines bestimmten Beschäftigungsfeldes aufgewendet werden muss, erhoben. Besorgen Sie sich diese Angaben für das Jahr 2002 bei Ihrer Revisionsgesellschaft. Tragen Sie sie dann in die entsprechenden Felder der Spalte ‚Anzahl Stunden‘ ein.

Neben dem Stundenaufwand ist zusätzlich Ihre Schätzung des prozentualen Anteils am Stundenaufwand anzugeben, der allein auf die Regulierung/Aufsicht zurückzuführen ist. Pro Beschäftigungsfeld ist nur ein Kreuz möglich.

Frage 7

Die Compliance Costs sind **nicht** mit den Kosten des (allfälligen) Funktionsbereichs Compliance gleichzusetzen.

Sie umfassen die Gesamtheit der Kosten, welche zur Erfüllung der Regulierungsbestimmungen notwendig sind. Nur Aktivitäten, die ohne Regulierungsvorschriften nicht ausgeführt würden, sind dieser Kategorie zuzurechnen.

Weiter ist zu betonen, dass diese Compliance Costs **exklusive** der Kosten für die interne und externe Revision zu betrachten sind. Es handelt es sich um eine **Totalbetrachtung**, welche die Kosten für IT, Investitionen und Human Resources mit einschliesst.

In der Spalte ‚Kostenrangliste‘ sollen die Regulierungsgebiete je nach Höhe der anfallenden Compliance Costs im Jahr 2002 mit den Ziffern 1-7 rangiert werden (Jede Ziffer muss einmal verwendet werden). Das Regulierungsgebiet, das am meisten Kosten verursacht, erhält die 1, das Regulierungsgebiet mit den zweitgrössten Kosten die 2, und so weiter. Schliesslich bezeichnet die 7 das Regulierungsgebiet mit den geringsten Kosten.

Die Liste der Regulierungsgebiete erhebt keinen Anspruch auf Vollständigkeit.

Bei der Nutzenbetrachtung ist pro Regulierungsgebiet nur ein Kreuz möglich.

Frage 8

Trotz der offensichtlichen Schwierigkeit einer Bezifferung der Compliance Costs bitten wir Sie hier um eine Schätzung der Compliance Costs im Jahr 2002. Die Schätzung wird als grobe Annäherung an die effektiven Kosten verstanden und soll separat sowohl für Personal- wie auch für Sachkosten erfolgen. Die Personalkosten sind in Personenjahren (PJ) oder in Personentagen (PT) anzugeben und entsprechend zu kennzeichnen. Die Sachkosten umfassen insbesondere auch Investitionen in IT und sind in Tausend Schweizer Franken (TCHF) anzugeben.

Auch hier gelten bezüglich des Begriffs ‚Compliance Costs‘ die Bemerkungen aus Frage 7.

Frage 9

Bitte geben Sie an, ob die Compliance Costs insgesamt grösser sind als die Totalkosten der internen **und** externen Revision.

Nur ein Kreuz möglich.

Frage 10

Beurteilen Sie bitte, ob die Regulierung in den angegebenen Bereichen ‚ungenügend‘, ‚genügend‘ oder ‚zuviel‘ ist. Ist eine Beurteilung Ihrerseits nicht möglich, dann kreuzen Sie das Feld in der Spalte ‚weiss nicht‘ an.

Falls Sie weitere Regulierungsbereiche, die nicht erwähnt werden, bewerten möchten, geben Sie im Feld ‚Andere‘ diese Bereiche an und beurteilen Sie sie gemäss den oben erwähnten Instruktionen.

Pro Regulierungsbereich ist nur ein Kreuz möglich.

Frage 11

Bitte kreuzen Sie an, welche Vorteile Ihre Firma aufgrund des Effektenhändlerstatus erzielt. Mehrfachnennungen sind möglich. Falls Sie Vorteile erzielen, die nicht aufgelistet sind, geben Sie diese im Feld ‚Andere‘ an.

Frage 12

Bitte geben Sie an, ob Sie bei den gegenwärtigen Regulierungsbestimmungen zu einem Wechsel zum Bankstatus resp. zum Status der unabhängigen Vermögensverwalter tendieren.

Falls Sie zum Bankstatus resp. zum Status der unabhängigen Vermögensverwalter wechseln möchten, kreuzen Sie das Feld ‚Ja, zum Bankstatus‘ resp. ‚Ja, zum Status der unabhängigen Vermögensverwalter‘ an und geben Sie im Feld ‚Warum?‘ eine kurze Begründung Ihrer Wahl.

Falls Sie den Effektenhändlerstatus beibehalten wollen, kreuzen sie das Feld ‚Nein‘ an. Sind Sie sich nicht sicher, ob Sie einen Wechsel zu einem anderen Status erwägen, kreuzen Sie das Feld ‚Weiss nicht‘ an.

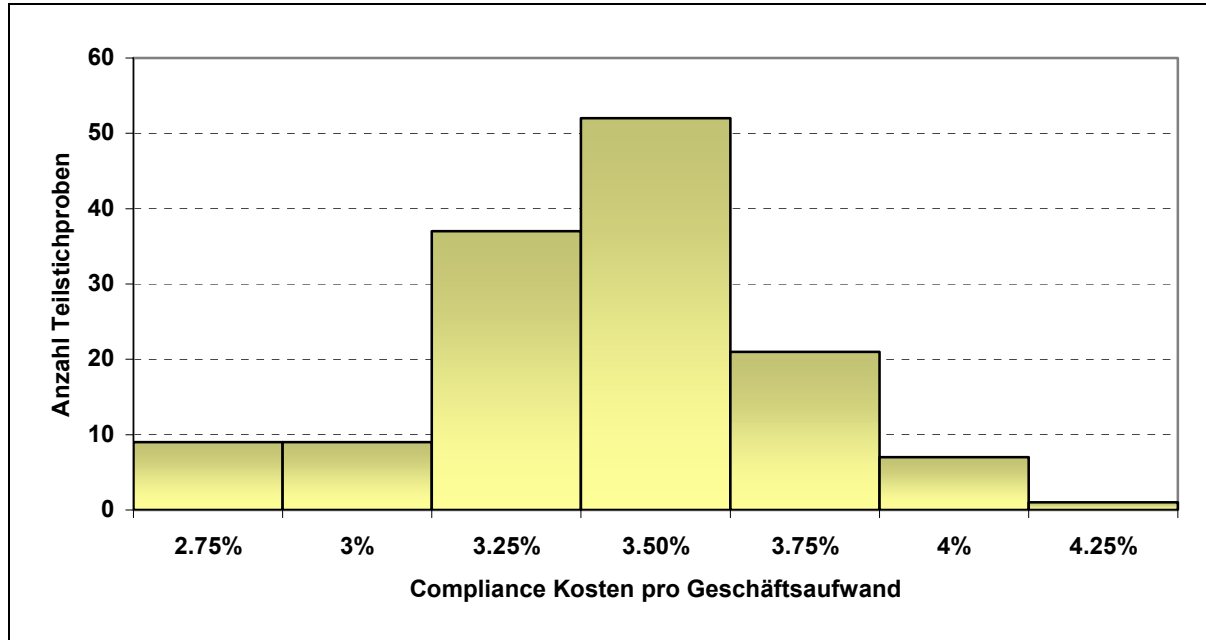
Kreuzen Sie insgesamt nur ein Feld an.

Abkürzungsverzeichnis

Art.	Artikel
BEHV	Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel (BEHV)
EBK	Eidgenössische Bankenkommission
GL	Geschäftsleitung
SNB	Schweizerische Nationalbank
SWX	Schweizer Börse (Swiss Exchange)
TCHF	Tausend Schweizer Franken
PJ	Personenjahre
PT	Personentage
VR	Verwaltungsrat
VSB	Vereinbarung über die Standesregeln zur Sorgfaltspflicht der Banken (VSB 03)

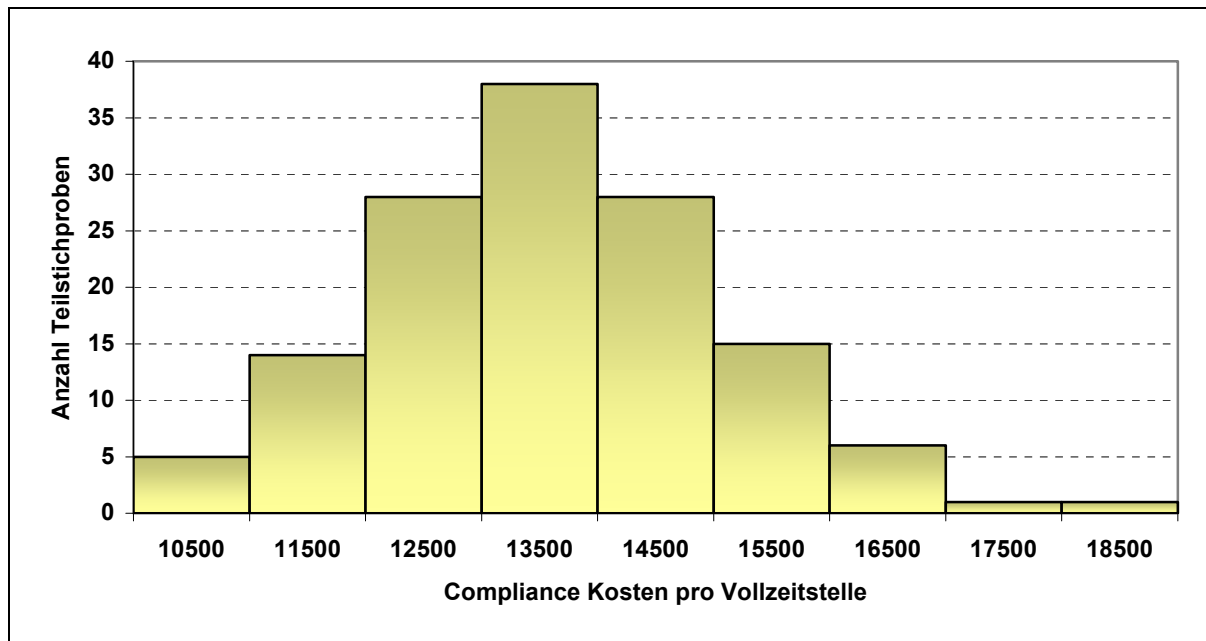
ANHANG II: ROBUSTHEITSTESTS

Abbildung 20: Robustheit der aggregierten Compliance Kosten pro Geschäftsaufwand



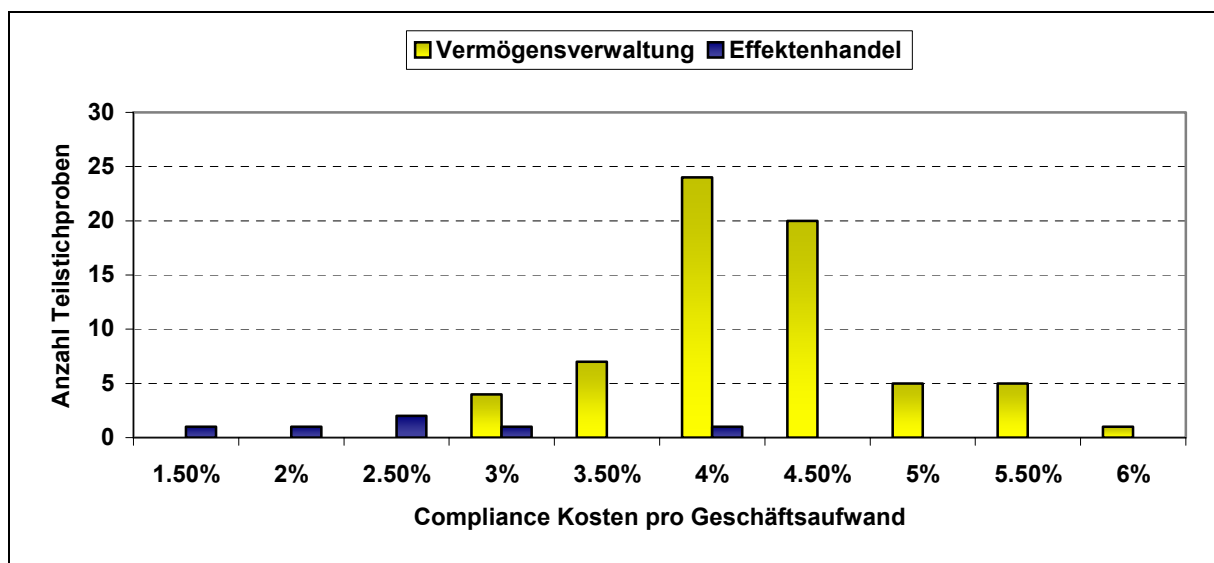
Quelle: Eigene Darstellung.

Die Abbildung 20 veranschaulicht, dass der berechnete prozentuale Anteil der Compliance Kosten auf der Basis des Geschäftsaufwands robust ist. Von insgesamt 136 möglichen Teilstichproben kommen 51 (39%) in das Intervall zwischen 3,375% bis 3,625% zu liegen. Wird der betrachtete Bereich noch besser auf den ausgewiesenen 3,4% Anteil zentriert (3,2%-3,6%), sind sogar 54% aller Stichproben darin enthalten.

Abbildung 21: Robustheit der aggregierten Compliance Kosten pro Vollzeitstelle

Quelle: Eigene Darstellung.

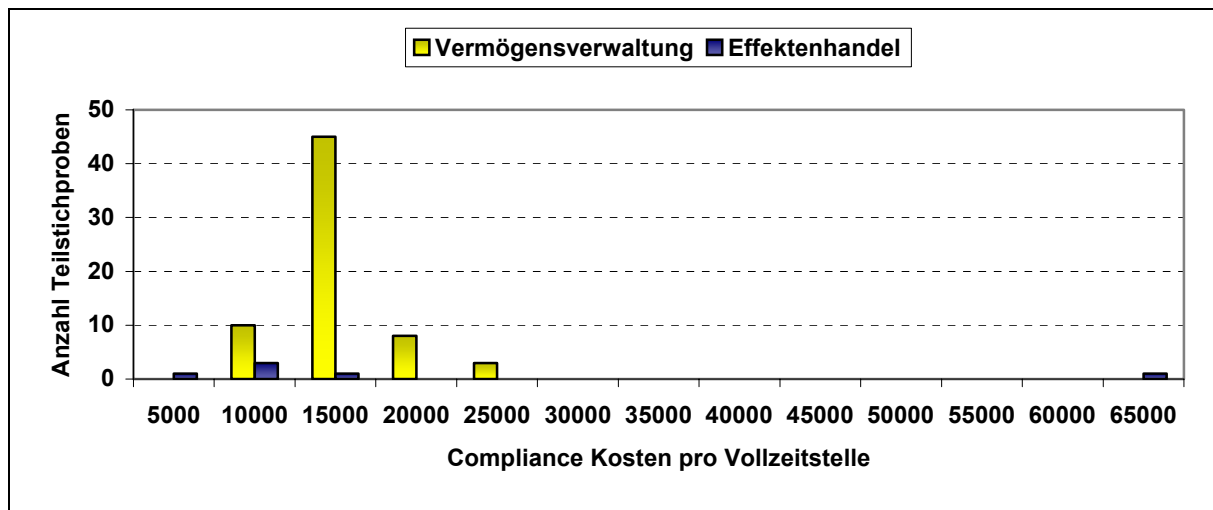
Die ausgewiesenen Compliance Kosten pro Vollzeitstelle von 13'504 CHF erweisen sich als etwas weniger robust als das entsprechende Kostenresultat im Verhältnis zum Geschäftsaufwand. 38 (28%) der 136 möglichen Teilstichproben fallen in die Bandbreite zwischen 13'000 CHF und 14'000 CHF, immerhin 76 (56%) in das Intervall zwischen 12'500 CHF und 14'500 CHF (Vgl. Abbildung 21).

Abbildung 22: Robustheit der aggregierten Compliance Kosten pro Geschäftsaufwand nach Tätigkeitsgebiet

Quelle: Eigene Darstellung.

Bei den vermögensverwaltenden Instituten präsentiert sich der 4.2%-Anteil der aggregierten prozentualen Compliance Kosten am Geschäftsaufwand wenig verzerrt, indem 24 (36%) der 66 möglichen Teilstichproben im Intervall zwischen 3.75% und 4.25% liegen (Vgl. Abbildung 22). Bei den reinen Effektenhändlern befinden sich 2 (33%) der 6 möglichen Teilstichproben im Streubereich von 2.25%-2.75%, was den ausgewiesenen 2.4%-Anteil trotz der extrem kleinen Stichprobe grundsätzlich stützt.

Abbildung 23: Robustheit der aggregierten Compliance Kosten pro Vollzeitstelle nach Tätigkeitsgebiet



Quelle: Eigene Darstellung.

Die Überprüfung der aggregierten prozentualen Compliance Kosten pro Vollzeitstelle ergibt bei den vermögensverwaltenden Instituten, dass 45 (68%) von 66 möglichen Teilstichproben in das Intervall zwischen 12'500 CHF und 17'500 CHF fallen (Vgl. Abbildung 23). Der ausgewiesene Anteil von 15'255 CHF erscheint wenig verzerrt. Bei den reinen Effektenhändlern fällt der Robustheitstest wegen einer einzelnen Teilstichprobe mit markant höheren Vollzeitstellenkosten weniger erfreulich aus. Immerhin befinden sich 3 (50%) der 6 möglichen Teilstichproben in einer Bandbreite von 7'500 CHF bis 12'500 CHF, was den Wert von 11'568 CHF pro Vollzeitstelle grundsätzlich bestätigt.

ANHANG III: AUSREISSER-ANALYSE**Tabelle 11: Regulatory Burden pro Vollzeitstelle ohne Ausreisser**

Regulatory Burden in CHF pro Vollzeitstelle 2002	Total Effektenhändler	Effektenhandel	Vermögensverwaltung	Total VHV	Gross	Klein
Direkte Kosten	405	614	286	62	62	142
Inkrement. externe Revisionskosten	1'563	1'057	2'174	392	356	1'328
Inkrement. interne Revisionskosten	921	922	865	886	800	3'093
Inkrement. Revisionskosten total	2'484	1'979	3'039	1'278	1'157	4'421
Geldwäschereiprävention	3'084	145	4'936	5'092	5'059	5'924
Risikomanagement	3'004	4'825	2'372	2'450	2'472	1'906
Eigenkapital	3'156	4'508	2'107	1'596	1'561	2'488
Andere	4'260	2'090	5'840	1'907	1'843	3'529
Compliance Kosten total	13'504	11'568	15'255	11'046	10'934	13'848
Regulatory Burden	16'393	14'161	18'580	12'386	12'153	18'411

Quelle: Eigene Darstellung.

ANHANG IV: REGULATORY BURDEN VON EFFEKTEHÄNDLERN UND PRIVATBANKIERS IM VERGLEICH

Tabelle 12: Regulatory Burden pro Vollzeitstelle für Effekthändler und Privatbankiers

Regulatory Burden in CHF pro Vollzeitstelle 2002	Total Effekthändler	Effekthandel	Vermögensverwaltung	Total Privatbankiers	Gross	Klein
Anzahl	20	6	13	9	6	3
Direkte Kosten	405	614	286	86	86	96
Anzahl	14	4	9	10	6	4
Inkrement. externe Revisionskosten	1'563	1'057	2'174	145	118	716
Inkrement. interne Revisionskosten	921	922	865	297	261	867
Inkrement. Revisionskosten total	2'484	1'979	3'039	450	379	1'583
Anzahl	17	4	12	8	5	3
Geldwäschereiprävention	3'084	145	4'936	2'746	2'775	2'433
Risikomanagement	3'004	4'825	2'372	1'002	1'025	742
Eigenkapital	3'156	4'508	2'107	829	814	989
Andere	4'260	2'090	5'840	1'835	1'821	1'993
Compliance Kosten total	13'504	11'568	15'255	6'412	6'436	6'157
Regulatory Burden	16'393	14'161	18'580	6'948	6'901	7'836

Quelle: Eigene Darstellung.