

Peter V. Kunz

FINMA-Regulierung(en): Macht des Faktischen versus Rechtsstaatlichkeit

Die verschiedenen Regularien der Finanzmarktaufsichtsbehörde FINMA sind in jüngster Zeit zunehmend in die rechtspolitische Kritik geraten, und dies mit gutem Grund. Die Aufsichtsbehörde basiert ihre Tätigkeiten auf diversen Regulierungen, deren rechtsstaatliche Grundlage mindestens problematisch, wenn nicht sogar fehlend erscheint. Dies gilt in erster Linie für die Rundschreiben der FINMA sowie für die Aufsichtsmitteilungen; doch selbst im Bereich der Rechtsverordnungen sind Mängel erkennbar. Die vorliegende Studie verschafft einen umfassenden Überblick. In einem Rechtsstaat darf die Macht des Faktischen nicht eine saubere Rechtsgrundlage ersetzen – es besteht Handlungsbedarf.

Beitragsarten: Wissenschaftliche Beiträge

Rechtsgebiete: Wirtschaftliche u. soziale Rechte; Staatsorganisation und Behörden; Wirtschafts- und Wirtschaftsverwaltungsrecht; Aufsichtsrecht; Grundrechte; Bankrecht; OR besonderer Teil; Handelsrecht; Eigentumsgarantie

Zitiervorschlag: Peter V. Kunz, FINMA-Regulierung(en): Macht des Faktischen versus Rechtsstaatlichkeit, in: Jusletter 7. Mai 2018

Inhaltsübersicht

- I. Executive Summary
 - A. Schweiz als Rechtsstaat
 - B. FINMA-Regulierung
 - C. Rechtsstaatliche Themenbereiche
 - D. (Behörden-)Macht des Faktischen
 - E. Lösungsvorschläge
- II. Vorbemerkungen
 - A. Ausgangslage
 - B. Themen
- III. Grundlagen der Finanzmarktregulierung
 - A. Rechtssetzung
 - B. Expansivwirkung des Aufsichtsrechts?
 - C. Bundesverfassungskonformität
 - 1. Rechtsstaatlichkeit sowie Erlassformen
 - 2. Grundrecht(e) gegen Regulierungen?
 - a. Auswahl
 - b. Voraussetzungen für Grundrechtseingriffe
 - aa. Gesetzliche Grundlage
 - bb. Öffentliches Interesse
 - cc. Verhältnismässigkeitsprinzip
 - dd. Kerngehaltsgarantie
 - D. Bundesgesetze sowie Bundesverordnungen
 - 1. Finanzmarktrecht
 - 2. Delegationen
 - a. Bundesrat sowie FINMA
 - b. Delegationsprinzipien
- IV. FINMA-Regulierung (sowie deren Regulierung)
 - A. Theorie
 - 1. Rechtssetzungen
 - a. Übersicht
 - b. FINMAG als «Rahmen» der FINMA-Regulierung
 - aa. Regulierungsgrundsätze
 - bb. Ausführungsbestimmungen
 - c. Realakte
 - 2. Zusätzliche Grundlagen
 - a. Richtlinien EFD
 - b. Leitlinien FINMA
 - c. Strategie FINMA
 - 3. Rechtsquellen
 - a. Übersicht
 - aa. Rechtsverordnungen
 - bb. Rundschreiben
 - cc. Offizielle «Regularien»
 - b. Selbstregulierung
 - c. Bundesrätliche Einschätzungen
 - B. Praxis
 - 1. Rechtsverordnungen
 - a. Überprüfbarkeit(en) und «Korrekturen»
 - b. Beispiele sowie Gesamtschau
 - 2. Rundschreiben – ausgewählte Beispiele
 - a. Einleitung
 - b. Vergütungssysteme
 - aa. Grundverständnis

- bb. Kritik
 - c. Rechnungslegung im Finanzsektor
 - aa. Grundverständnis
 - bb. Kritik
 - d. Vermögensverwaltung
 - aa. Grundverständnis
 - bb. Kritik
 - e. Corporate Governance
 - aa. Grundverständnis
 - bb. Kritik
 - 3. Aufsichtsmitteilungen – ausgewählte Beispiele
 - a. Einleitung
 - b. Retrozessionen
 - aa. Grundverständnis
 - bb. Kritik
 - c. Exchange Traded Funds
 - aa. Grundverständnis
 - bb. Kritik
- V. Legalität sowie Rechtsstaatlichkeit
- A. FINMA-Regulierung
 - B. Exkurs: Aufsichtstätigkeit der FINMA
- VI. Schlussbemerkungen
- A. Notwendige (Detail-)Änderungen
 - B. Grundlegende Änderungen?

I. Executive Summary

A. Schweiz als Rechtsstaat

[Rz 1] Die Schweiz ist ein *Rechtsstaat*, d.h. jedes *staatliche Handeln* hat auf dem Legalitätsprinzip bzw. auf dem Gesetzmässigkeitsprinzip zu beruhen. Zum hoheitlichen Handeln gehört u.a. die *Rechtssetzung bzw. Regulierung*, für die folglich diverse *rechtsstaatliche Prinzipien* zu berücksichtigen sind (Art. 5 Bundesverfassung [BV]: Massgeblichkeit der Legalität, des öffentlichen Interesses sowie der Verhältnismässigkeit). Unter dem Aspekt der Gewaltenteilung steht die Rechtssetzungspriorität der *Legislative* zu, so dass die *Rechtsanwendung nachgeordnet* ist.

[Rz 2] Jegliche Regulierung stellt eine *Grundrechtseinschränkung* dar, wobei die Wirtschaftsfreiheit und die Eigentumsgarantie im Vordergrund stehen. Regulatorische Eingriffe sind einzig dann *rechtlich zulässig*, wenn sämtliche verfassungsrechtlichen Voraussetzungen (Art. 36 BV: gesetzliche Grundlage, öffentliches Interesse, Verhältnismässigkeit und Beachtung des Kerngehalts) kumulativ erfüllt sind. Als potentiell heikel betreffend die Finanzmarktregulierung erweisen sich primär das *Legalitätsprinzip* und das *Verhältnismässigkeitsprinzip*.

[Rz 3] Das Finanzmarktrecht gehört zum *Bundesrecht*. Folglich sind die «wichtigen rechtssetzenden» Regelungen (Art. 164 Abs. 1 BV) und die «schwerwiegenden» Grundrechtseingriffe (Art. 36 Abs. 1 BV) in einem *formellen Gesetz*, also in einem *Bundesgesetz*, vorzusehen. Den Regulierungen der Finanzmarktaufsicht (FINMA) kommt eine überragende Bedeutung für den Finanzsektor zu und die zentrale rechtsstaatliche Herausforderung liegt darin, dass die finanzmarktrechtliche Rechtssetzung im Wesentlichen *ausserhalb der Bundesgesetzgebung* stattfindet.

[Rz 4] *De lege lata* erweist sich die FINMA-Regulierung als *rechtsstaatlich höchst problematisch*; darauf verweist der Unterzeichner seit vielen Jahren in Publikationen, in Referaten und in Vorlesungen. Art. 7 Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMAG) stellt einen

erheblichen Kostenfaktor für die Finanzindustrie dar, doch heikler erscheint die Rechtsgrundlage. *De lege ferenda* braucht es Änderungen, was zunehmend erkannt wird; am 6. März 2018 hat der Nationalrat eine entsprechende Motion überwiesen mit dem Titel: «Gewaltentrennung in der Finanzmarktregulierung».

B. FINMA-Regulierung

[Rz 5] Die *Regulierung der FINMA* findet weder im «luftleeren Raum» noch auf der «grünen Wiese» statt. Die FINMA hat im Hinblick auf ihre Rechtssetzungen einerseits die bundesverfassungsrechtliche Ordnung (z.B. Art. 5 BV) sowie andererseits den bundesgesetzlichen Rahmen (v.a. Delegationsnormen und Art. 7 FINMAG) zu berücksichtigen. Inhaltlich kann eine *Regulierungskompetenzreduktion* zulasten der FINMA festgestellt werden.

[Rz 6] Es besteht *keine autonome* FINMA-Regulierungszuständigkeit, d.h. die Erlasskompetenzen ergeben sich in erster Linie auf der einen Seite aus *gesetzlichen Delegationsnormen* (inklusive Delegationsprinzipien der Rechtsanwendung) sowie auf der anderen Seite aus bundesrätlichen *Subdelegationen*. Das *Aufsichtsrecht* hat *keine Expansivwirkung*, und insbesondere dienen die Bestimmungen zur «Gewähr» der FINMA nicht als allgemeine Erlasskompetenz. Art. 55 Abs. 2 FINMAG kommt eine *generalisierte* Bedeutung zu, so dass sich die FINMA in den Rechtsverordnungen – und umso mehr in hierarchisch tiefer angelegten Rechtsquellen (Rundschreiben, Aufsichtsmitteilungen, Q&A etc.) – auf *primär «technische» Details von beschränkter Bedeutung* zu fokussieren hat. Für den Regulierungsprozess sind die Richtlinien EFD, die Leitlinien FINMA sowie die Strategie FINMA zu beachten.

[Rz 7] Als formelle Regulierungsinstrumente werden die *Rechtsverordnungen* und die *Rundschreiben* aufgeführt (Art. 7 Abs. 1 FINMAG); hierarchisch darunter finden sich weitere «Regularien», insbesondere die *Aufsichtsmitteilungen*, die in der Praxis eine wichtige Rolle spielen. Während die Rechtsverordnungen rechts- und allgemeinverbindliche Rechtssätze enthalten, erscheint im Übrigen die *Macht des Faktischen* nicht weniger bindend.

C. Rechtsstaatliche Themenbereiche

[Rz 8] Mit der Finanzmarktregulierung im Allgemeinen sowie mit der Regulierung der FINMA im Besonderen sind *rechtsstaatlich heikle Themen* verbunden. Dabei geht es meist um das Legalitätsprinzip, um das Verhältnismässigkeitsprinzip, um das Prinzip der Gewaltenteilung sowie um das Demokratieprinzip. Seit langer Zeit durchaus *bewährte Traditionen* der Rechtssetzung zum Finanzmarktrecht sind unter diesen Perspektiven zu hinterfragen, etwa das Konzept der Rahmengesetze und das Konzept der prinzipienbasierten Regulierung.

[Rz 9] Bei finanzmarktrechtlichen *Rahmengesetzen* besteht insbesondere das rechtsstaatliche Risiko, dass das Bundesparlament allzu leichtfertig die regulatorische *Inhaltsverantwortung* auf tiefere Hierarchiestufen abgibt. Bei «wichtigen» bzw. «schwerwiegenden» Eingriffen ist dies bundesverfassungsrechtlich unzulässig (z.B. Art. 164 BV), doch auch bei den übrigen Regelungsinhalten erscheint es rechtsstaatlich problematisch, eine *legislative «carte blanche»* für demokratisch nicht legitimierte Rechtsverordnungen zu gewähren. Es liegt somit am Bundesparlament, die *gesetzlichen Delegationsnormen* sozusagen inhaltlich zu präzisieren.

[Rz 10] Seit langer Zeit herrschen auf allen Hierarchiestufen *prinzipienbasierte Regulierungen* vor. Indem weniger Details, aber mehr Prinzipien festgehalten werden, erfahren die entsprechenden Normen eine nicht unerhebliche *normative «Schwammigkeit»*, sie werden *intensiv auslegungsbedürftig*. Mit diesem konzeptionellen Ansatz kommt es erneut zu einer Verantwortungsverschiebung, nämlich von der Rechtssetzung zur Rechtsanwendung, notabene – wie bei allen Behörden – durch eine demokratisch nicht legitimierte Bundesbehörde.

D. (Behörden-)Macht des Faktischen

[Rz 11] Die Macht des Faktischen der FINMA, sowohl bei der Rechtssetzung als auch bei der Rechtsanwendung, führt im Ergebnis zu einer *Behördenmacht des Faktischen*. Selbst die an sich rechtsunverbindlichen «Regularien» – z.B. Rundschreiben sowie Aufsichtsmitteilungen – wirken *faktisch verpflichtend* für die Finanzbranche bzw. für die Finanzintermediäre; bei den Rundschreiben etwa besteht eine de facto Befolgungspflicht. Im Ergebnis führt dies zu einem «*Machttransfer*» an die FINMA, der mit dem *Gewaltenteilungsprinzip* kollidiert.

[Rz 12] Die FINMA kann beispielsweise durch blosses *Zuwarten* tatsächlichen Druck auf Finanzintermediäre ausüben – oder durch Briefe oder durch blosses Telefonate. Eine solche Macht des Faktischen ist *demokratisch nicht legitimiert* und kommt in der Rechtssetzung auf der einen Seite und in der Rechtsanwendung auf der anderen Seite vor.

[Rz 13] Die FINMA-Regulierung erscheint – unter verschiedenen Perspektiven – *rechtsstaatlich heikel*. Das *Legalitätsprinzip* wird beispielsweise unterminiert, indem die FINMA immer wieder ausserhalb ihres rechtlichen Kompetenzbereichs (Vergütungen, Retrozessionen, ETF etc.) «legifert». Teils sind die Regulierungen der FINMA so schwerwiegend, dass das *Verhältnismässigkeitsprinzip* in Frage gestellt wird. Die (wirtschaftsrechtliche) Doktrin kritisiert bereits seit langer Zeit diese und weitere rechtsstaatliche Probleme heftig.

E. Lösungsvorschläge

[Rz 14] Die FINMA-Regulierung soll – trotz rechtsstaatlicher Kritik – *nicht kategorisch in Frage* gestellt werden. Diese Regulierungen haben sich im Grossen und Ganzen durchaus bewährt. Es muss ausserdem festgehalten werden, dass die FINMA in vielerlei Hinsicht schlicht ihre Möglichkeit(en) extensiv nutzt. Die *rechtliche (und politische) Verantwortung* dafür liegt nicht bei der FINMA, sondern vielmehr bei den anderen beiden «Regulierungszentren», die dies verhindern könnten, nämlich beim *Bundesparlament* und beim *Bundesrat*. Lösungsmöglichkeiten de lege ferenda werden ebenfalls zu debattieren sein.

[Rz 15] Die FINMA dürfte sich wohl des «Machttransfers» zu ihren Gunsten während der jüngeren Vergangenheit bewusst sein. Ob sie vor diesem Hintergrund ihre *Regulierungspraxis künftig ändern* (oder weniger extensiv nutzen) wird, bleibt abzuwarten. Das Bundesparlament kann sich in jedem Fall nicht aus der Schlussverantwortung verabschieden, übt es doch die *parlamentarische Obergewalt* über die FINMA aus (Art. 21 Abs. 4 FINMAG).

[Rz 16] Eine *Verschärfung der Staatshaftung* der FINMA (Art. 19 FINMAG) wäre politisch denkbar, stellt jedoch keine realistische oder überzeugende Option dar. Es gäbe für das *Bundesparlament* verschiedene rechtliche Möglichkeiten, wieder das Regulierungsprimat zu erlangen, nämlich – als *Beispiele* – parlamentarische Genehmigungsvorbehalte, ein Verordnungsveto oder eine spezi-

fische «Regulierungsbremse»; ob dies gangbare Wege wären, stellt weniger einen rechtlichen als einen politischen Entscheid dar. Im Hinblick auf die Finanzmarktregulierung könnte sogar die *Bundesverfassungsgerichtsbarkeit* thematisiert werden.

II. Vorbemerkungen

A. Ausgangslage

[Rz 17] Die *Finanzmärkte* gehören – als potentielle ökonomische Gefahrenquellen – traditionellerweise zu den regulierten Märkten, beispielsweise in Bezug auf die Marktteilnehmer oder auf die Marktprodukte. Die *Finanzmarktregulierung* hat sich in den letzten Jahren *stark intensiviert*, und zwar sowohl in der Schweiz als auch im Ausland¹. Diese rechtspolitischen Entwicklungen der jüngeren Vergangenheit dürften unterschiedliche *Ursachen* haben² und werden *regelmässig kritisiert* unter verschiedenen Aspekten³; im Rückblick kann sogar von einem eigentliche «Regulierungs-Tsunami»⁴ gesprochen werden.

[Rz 18] Es muss in diesem Zusammenhang allerdings darauf hingewiesen werden, dass die finanzmarktrechtlichen Rechtssetzungen jeweils von der *Rechtspolitik dominiert* werden⁵. Das *Primat der Politik* geht folglich vor⁶, nicht zuletzt der Rechtswissenschaft, die insofern in erster Linie bloss «nachvollziehen» – oder Kritik an der Regulierung formulieren – kann. Momentan gibt es kein wirtschaftsrechtliches Teilrechtsgebiet, das *rechtspolitisch so «umkämpft»* ist wie das Finanzmarktrecht bzw. die Finanzmarktregulierung.

[Rz 19] In der *Schweiz* findet die Finanzmarktregulierung im Wesentlichen auf *drei Hierarchiestufen* und somit in drei «Regulierungszentren» statt: im Bundesparlament, im Bundesrat (BR)⁷ sowie schliesslich in der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (FINMA). Während das Bundesparlament direkt und der BR indirekt *demokratischen Kontrollen* unterstehen, trifft dies auf die

¹ Vgl. MICHAEL LEUPOLD, «Megatrend» Regulierung – Folgen und Perspektiven, SJZ 103 (2007) 109–113, *passim*; PETER NOBEL, Was heisst «Überregulierung»? , SZW 86 (2014) 589–599, *passim*.

² Einen zentralen Auslöser stellte beispielsweise die *Finanz- bzw. Bankenkrise 2007/2008* dar, in deren Nachgang fast jegliche (Zusatz-)Regulierung im Finanzsektor als notwendig oder als gerechtfertigt betrachtet wurde: HANS CASPAR VON DER CRONE/TATJANA LINDER, Regulierung (...), in: FS für R. von Büren (Basel 2009) 723–738, 735 ff.; im Vordergrund stand die *Thematik «Too Big to Fail»* (TBTF): HANS CASPAR VON DER CRONE/ISABELLE MONFERRINI, Kapital und Notfallplanung – Standortbestimmung zur Regulierung systemrelevanter Finanzinstitute, SZW 84 (2012) 494 ff.; PETER V. KUNZ, Too Big to Fail (TBTF): Konzept der Gefahrenabwehr sowie der Rettung von systemrelevanten Finanzinstituten, in: Jusletter 21. November 2016, *passim*; allg.: PIERRE TSCHANNEN, Immer, sofort, überall? – Vom Umgang des Gesetzgebers mit der Gesetzgebung, in: Vom Wert einer guten Gesetzgebung (Bern 2014) 159–169, 160 ff. («Wege ins Abseits»).

³ Generell: ARMIN JANS/MARCO PASSARDI, Regulierungskritik, in: Krisenfeste Schweizer Banken? (Zürich 2017) 669–710, *passim*; MARKUS STAUB, Regulierung in der Krise (Zürich 2014), *passim*; LEUPOLD (FN 1), 110 ff.; SABINE KILGUS, Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht (Habil. Zürich 2005), N 418 ff.

⁴ RENÉ BÖSCH, Grossbankenregulierung (...), in: Kapitalmarkttransaktionen VIII (Zürich 2014) 257; zudem: LEUPOLD (FN 1), 112 f.; URS ZULAUF/MIRJAM EGGEN, Finanzmarktrecht (Zürich 2013), 20 f.; NOBEL (FN 1), 589 ff.; FRANCO TAISCH, Finanzmarktrecht (2. A. Zürich 2010), Kapitel 1 N 60 ff.; der Gesetzgeber leistet im Allgemeinen «nach wie vor solide Arbeit»: TSCHANNEN (FN 2), 160 f.

⁵ Hierzu: LEUPOLD (FN 1), 110 («Steuerung der Rechtsetzung durch tagespolitische Themen»); es gelangt das sog. *Prinzip der rechtspolitischen Ungebundenheit* zur Anwendung: PETER V. KUNZ, Finanzmarktregulierung (Basel 2016), zit.: KUNZ, Finanzmarktregulierung, N 78; DERS., Kreuzfahrt durch's schweizerische Finanzmarktrecht (Bern 2014), zit.: KUNZ, Finanzmarktrecht, 26.

⁶ Unbesehen dessen hat die Politik ebenfalls die *Grundrechte* zu beachten: Vgl. dazu hinten III. C. 2.

⁷ Zuständiges Departement ist das Eidgenössische Finanzdepartement (EFD).

FINMA nicht zu. Diese Bundesbehörde⁸ wird gerade unter diesem Aspekt skeptisch beobachtet und teils heftig kritisiert⁹; tatsächlich scheint die FINMA gelegentlich ein *dynamisches Eigenleben* entwickelt zu haben¹⁰. Die *rechtsstaatliche Kritik* – seit Jahren u.a. durch den Unterzeichner vorgebracht¹¹ – trifft primär die FINMA-Regulierung.

B. Themen

[Rz 20] Es können und sollen nicht alle denkbaren (und wichtigen) Themen der Finanzmarktregulierung im Allgemeinen sowie der Regulierung der FINMA im Besonderen behandelt werden. Vielmehr hat eine *Auswahl* stattzufinden. Nebst der Darstellung der *Rechtssetzungsgrundsätze* zum Finanzmarktrecht¹² sollen für die *FINMA-Regulierung* deren spezifische Rechtsgrundlagen¹³ untersucht und in einen Gesamtzusammenhang gestellt werden. Die Regulierung der FINMA wird nämlich ebenfalls reguliert.

[Rz 21] Von Interesse ist in diesem Zusammenhang insbesondere die Thematik der *Bundesverfassungsmässigkeit* der Regulierung der FINMA¹⁴, die von verschiedenen Seiten – notabene rechtspolitisch sowie rechtswissenschaftlich – angezweifelt wird; die Finanzmarktregulierung stellt eine *Grundrechtseinschränkung* dar¹⁵. Unstrittig scheint, dass sich die diversen Rechtsquellen der FINMA-Regulierung hinsichtlich ihrer *Rechtsnatur* unterscheiden; vor diesem Hintergrund wird auf *Beispiele* von Verordnungen, Rundschreiben sowie Mitteilungen eingegangen¹⁶: Sind diese FINMA-Regulierungen *rechtlich zulässig* (oder nicht)?

⁸ Bei der FINMA handelt es sich um eine *öffentlich-rechtliche Anstalt* mit eigener Rechtspersönlichkeit und mit Sitz in Bern: Art. 4 Abs. 1 des Bundesgesetzes über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht vom 22. Juni 2007 (Finanzmarktaufsichtsgesetz, FINMAG; SR 956.1).

⁹ Auswahl von *politischen Vorstössen*: Postulat 12.4095 (Externe und unabhängige Beurteilung der Finma) von StR KONRAD GRABER; Interpellation 12.3450 (Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit des Schweizer Finanzplatzes) von NR CHRISTIAN LÜSCHER; Postulat 13.4251 (Effizienz der Finanzaufsicht) von StR LUC RECORDON; der BR sieht offensichtlich kaum Handlungsbedarf: Vgl. dazu hinten IV. A. 3. c).

¹⁰ Zur *Gefahr einer «Eigendynamik»* der FINMA: PETER NOBEL, Schweizerisches Finanzmarktrecht und internationale Standards (3. A. Bern 2010), § 7 N 61 a.A.

¹¹ Es handelt sich um einen Forschungs- und Lehrschwerpunkt des Unterzeichners: KUNZ, Finanzmarktrecht (FN 5), 25 ff. und v.a. 27 ff.; DERS., Finanzmarktregulierung (FN 5), N 219 ff.; Ausgangspunkt der vorliegenden Studie war ein Kurztgutachten zur Legalität eines einzelnen Rundschreibens der FINMA.

¹² Vgl. dazu hinten III. D.

¹³ Vgl. dazu hinten IV. A.

¹⁴ Vgl. dazu hinten III. C.

¹⁵ Vgl. dazu hinten III. C. 2.

¹⁶ Vgl. dazu hinten IV. B.

III. Grundlagen der Finanzmarktregulierung

A. Rechtssetzung

[Rz 22] Bei der *Rechtssetzung* (Regulierung)¹⁷ handelt es sich um das *Erlassen von Rechtsnormen*, unbesehen der hierarchischen Regelungsstufe¹⁸. Regulierungen sind – anders als Selbstregulierungen¹⁹ – immer *hoheitlich*. Rechtsnormen stellen *generell-abstrakte* Regeln dar; bei diesem Begriffspaar²⁰ bedeutet generell «jedermann betreffend» sowie abstrakt «losgelöst von einem konkreten Einzelfall»²¹. Art. 22 Abs. 4 des Parlamentsgesetzes (ParlG)²² hält explizit fest: «Als rechtssetzend gelten Bestimmungen, die in unmittelbar verbindlicher und generell-abstrakter Weise Pflichten auferlegen, Rechte verleihen oder Zuständigkeiten festlegen»²³.

[Rz 23] Betreffend die Rechtssetzung stehen unter rechtsstaatlichen Aspekten²⁴ zwei *legislative Themen* im Vordergrund der Diskussion: die Normstufe sowie die Normdichte. Hinsichtlich des Erfordernisses der *genügenden Normstufe* geht es darum, je «wichtiger» eine Rechtsnorm ist, desto höher in der Hierarchie muss sie erlassen werden²⁵. Das Erfordernis der *genügenden Normdichte* («Bestimmtheitsgebot») wird erfüllt, sofern die Rechtsnorm ausreichend klar und bestimmt festgelegt wird²⁶, d.h. der Rechtssatz muss «so präzise formuliert sein, dass der Bürger sein Verhalten danach richten und die Folgen eines bestimmten Verhaltens mit einem den Umständen entsprechenden Grad an Gewissheit erkennen kann»²⁷.

[Rz 24] Die *Rechtsanwendung* bedeutet – in Abgrenzung zur Regulierung²⁸ – die Anwendung der Rechtssetzung im Einzelfall durch die Rechtsanwender²⁹, also *individuell-konkret* durch Verfügungen (Behörden) auf der einen Seite oder durch Urteile (Gerichte) auf der anderen Seite. Idealtypisch «*vollzieht*» die Rechtsanwendung die Rechtssetzung – mehr nicht – und wird daher

¹⁷ Rechtssetzung sowie Regulierung stellen *Synonyme* dar; in diesem Sinn: KILGUS (FN 3), N 12; MYRIAM SENN, Finanzmarktregulierung – Zurückschauend oder vorausschauend?, SZW 83 (2011) 249–263, 255.

¹⁸ PIERRE TSCHANNEN, Staatsrecht der Schweizerischen Eidgenossenschaft (4. A. Bern 2016), § 30 N 2 sowie § 45 N 15 ff.; GEORG MÜLLER/FELIX UHLMANN, Elemente einer Rechtssetzungslehre (3. A. Zürich 2013), N 12 ff.; CHRISTOPH ERRASS, Kooperative Rechtssetzung (Habil. St. Gallen 2009), Rz. 199 ff.; KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 15 ff. sowie N 82 ff.

¹⁹ Vgl. dazu hinten IV. A. 3. b).

²⁰ TSCHANNEN (FN 18), § 45 N 16; ULRICH HÄFELIN/WALTER HALLER/HELEN KELLER/DANIELA THURNHERR, Schweizerisches Bundesstaatsrecht (9. A. Zürich 2016), N 1113.

²¹ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 16; vgl. ausserdem: BGE 135 II 38, 45 Erw. 4.3.

²² Bundesgesetz über die Bundesversammlung vom 13. Dezember 2002 (Parlamentsgesetz, ParlG; SR 171.10).

²³ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 16: «Folglich sind *Finanzmarktregulierungen* (...) generell-abstrakte Bestimmungen betreffend die Finanzbranche» (Hervorhebung im Original).

²⁴ Allg.: CHRISTOPH B. BÜHLER, Finanzmarktregulierung im Spannungsfeld von Recht und Politik, SJZ 106 (2010) 469–478, 472 ff.

²⁵ Vgl. PIERRE TSCHANNEN/ULRICH ZIMMERLI/MARKUS MÜLLER, Allgemeines Verwaltungsrecht (4. A. Bern 2014), § 19 N 16 ff.; Vorgaben finden sich teils auf der obersten Hierarchiestufe: Art. 36 Abs. 1 Satz 2 der Bundesverfassung der Schweizerischen Eidgenossenschaft vom 18. April 1999 (BV; SR 101), Art. 127 Abs. 1 BV und Art. 164 Abs. 1 BV.

²⁶ Hierzu: TSCHANNEN/ZIMMERLI/MÜLLER (FN 25), § 19 N 19 ff.

²⁷ BGE 138 IV 13, 20 Erw. 4.1.; dabei lässt sich die Normdichte «nicht abstrakt festlegen»: BGE 143 I 253, 264 Erw. 6.1. (differenziert wird u.a. nach dem Adressatenkreis oder der Schwere des Eingriffs: a.a.O.); generell: TSCHANNEN/ZIMMERLI/MÜLLER (FN 25), § 19 N 22.

²⁸ Teils bestehen Gemeinsamkeiten von Rechtssetzung und Rechtsanwendung: GEORG MÜLLER, Recht setzen – Recht anwenden, in: FS für P. Richli (Zürich/St. Gallen 2011) 753–764, 754 ff.

²⁹ Detailliert die *Methodik* der Rechtsanwender darstellend: PETER V. KUNZ, Sondermethodik zur wirtschaftsrechtlichen Rechtsanwendung?, recht 35 (2017) 141 ff.

durch sie determiniert³⁰. Es kann, etwas trivialisiert, festgehalten werden: Der *Rechtsstaat Schweiz* ist weder ein Richterstaat noch ein Beamtenstaat.

[Rz 25] Diese *konzeptionelle Dichotomie* von Rechtssetzung sowie Rechtsanwendung wird in der Wirtschaftsrealität immer wieder (und immer häufiger) *faktisch ignoriert*, nicht zuletzt bei der Finanzmarktregulierung und bei der Finanzmarktaufsicht³¹. Aus Gründen der *Rechtsstaatlichkeit* – Stichwort: *Gewaltenteilung* – erscheint dies höchst problematisch. Der Übergang zwischen Rechtssetzung und Rechtsanwendung erfolgt heute bei der *FINMA* «*fliegend*» und die «Abgrenzung zwischen Regulierung und Verfügung [ist] in der Praxis nicht immer einfach»³². Dass nebst Rechtssetzung und Rechtsanwendung ausserdem die *Macht des Faktischen* eine wichtige Rolle spielt³³, relativiert nicht zuletzt die Rechtssicherheit.

B. Expansivwirkung des Aufsichtsrechts?

[Rz 26] Das *Finanzmarktrecht* stellt, etwas trivialisiert, ein *Amalgam* aus Privatrecht, aus öffentlichem Recht sowie aus Strafrecht dar³⁴, d.h. insofern «überschneiden» sich die verschiedenen Rechtsgebiete³⁵. Unbesehen dessen handelt es sich – z.B. beim *Privatrecht* und beim *öffentlichen Recht* (inklusive dem finanzmarktrechtlichen Aufsichtsrecht) – um voneinander getrennte Rechtsbereiche³⁶, die nicht ohne weiteres miteinander «verwoben» werden dürfen³⁷. Insbesondere kommt dem *Aufsichtsrecht keine Priorität* gegenüber dem Privatrecht zu³⁸.

[Rz 27] Vor diesem Hintergrund steht dem Aufsichtsrecht *keine expansive Wirkung* zu. Dies gilt ebenfalls für die Kompetenzen der Finanzmarktbehörden, die sich folglich nicht ins Privatrecht oder in privatrechtliche Rechtsverhältnisse «einmischen» dürfen. Die *FINMA* hat diesen Umstand sowohl bei der *Regulierung* als auch bei der *Rechtsanwendung* zu beachten. Zahlreiche Finanzmarkterlasse enthalten Bestimmungen zur «Gewähr»; daraus kann indes *keine allgemeine Erlasskompetenz der FINMA* abgeleitet werden³⁹.

³⁰ Zum Verhältnis von Rechtssetzung und Rechtsanwendung: MÜLLER/UHLMANN (FN 18), N 31 ff.; vgl.: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 31 ff. m.w.H.

³¹ Es kommt zu einer eigentlichen «*Verwischung*»: Vgl. dazu hinten V. B.

³² CHRISTINE KAUFMANN/PATRICK GÖTZE, Geld- und Währungsordnung, in: Schweizerisches Bundesverwaltungsrecht Bd. X (Basel 2011) 79–170, N 279; früh wurden Befürchtungen geäussert, dass die *FINMA* versucht sein könnte, «angesichts des grossen politischen Drucks», *Recht zu setzen* durch Verfügungen statt durch Verordnungen (a.a.O.).

³³ Vgl. dazu hinten V. A.

³⁴ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 9 sowie N 124 ff.

³⁵ KUNZ, Finanzmarktrecht (FN 5), 10 ff.

³⁶ Das *Verhältnis* dieser beiden Rechtsgebiete wird intensiv debattiert: ROLF H. WEBER, Finanzdienstleistungen im Spannungsfeld von Zivil- und Aufsichtsrecht, SJZ 109 (2013) 405–420, 406 ff. (diskutiert werden z.B. das «Konzept der zivilrechtlichen Priorität», das «Konzept der Ausstrahlungswirkung», das «Konzept der Doppelnorm» sowie das «Konzept der Normidentität»: a.a.O. 409 ff.); generell: THOMAS ISELI, Eckwerte zur Vermögensverwaltung, in: Jusletter 14. Oktober 2013, Rz. 24 ff.

³⁷ Das Privatrecht und das öffentliche Recht *unterscheiden* sich in zahlreichen Punkten: bundesverfassungsrechtliche Erlasskompetenz, zuständige Behörden, anzurufende Gerichte, Durchsetzungsmöglichkeiten sowie Haftungen; WEBER (FN 36), 415 geht von einer «relativen Eigenständigkeit» aus («nebeneinander – allerdings koordiniert»).

³⁸ Zum *Verhältnis* dieser Rechtsbereiche: DANIEL BAUMANN, Verhaltensregeln im Finanzmarktrecht (...) (Diss. Bern 2017), *passim*.

³⁹ Detailliert: CHRISTOPH B. BÜHLER, Gewährsartikel: Regulierung der *FINMA* an der Grenze von Rechtsetzung und Rechtsanwendung, SJZ 110 (2014) 25–34, 28 f. (die Gewährsbestimmung stellt insbesondere *keine* «*Wildcard*» zur Regulierung durch die *FINMA* dar: a.a.O. 31); mit den *offen formulierten Gewährsregelungen* entsteht ein eigentlicher «*Machttransfer*» zur *FINMA*: «M.E. kommt der *FINMA* heute, wegen der Unbestimmtheit der normativen Ge-

[Rz 28] Es bestehen einige *finanzmarktrechtliche Normen*, die sich auf das Privatrecht und auf das Aufsichtsrecht auswirken («Doppelnormen»)⁴⁰; dies gilt in erster Linie im Zusammenhang mit den *Verhaltenspflichten*, die auf der einen Seite in Art. 11 des Börsengesetzes (BEHG)^{41,42} sowie auf der anderen Seite in Art. 20 des Kollektivanlagengesetzes (KAG)^{43,44} geregelt sind. Der Bezug zwischen Privat- und Aufsichtsrecht ergibt sich in diesen Bereichen indes aus *gesetzlichen* Bestimmungen, ohne eine solche Gesetzesermächtigung hat die FINMA hingegen keine Kompetenz ausserhalb des Aufsichtsrechts⁴⁵.

C. Bundesverfassungskonformität

1. Rechtsstaatlichkeit sowie Erlassformen

[Rz 29] Die Schweiz ist ein *Rechtsstaat* und muss somit diverse *Grundsätze rechtsstaatlichen Handelns* im Rahmen von Art. 5 BV⁴⁶ berücksichtigen⁴⁷. Zu diesen Prinzipien eines Rechtsstaats gehören beispielsweise das *Legalitätsprinzip* (Art. 5 Abs. 1 BV), das *Verhältnismässigkeitsprinzip* (Art. 5 Abs. 2 BV) sowie schliesslich die Pflicht, dass staatliches Handeln «im öffentlichen Interesse [zu] liegen» hat (Art. 5 Abs. 2 BV)⁴⁸. Dass *Regulierungen* ebenfalls ein solches «staatliches Handeln» darstellen, wird nicht bestritten⁴⁹.

[Rz 30] Die legislative Kompetenz zum *Finanzmarktrecht* steht heutzutage dem *Bund* zu (v.a. Art. 98 BV und Art. 99 BV)⁵⁰, mindestens im Prinzip⁵¹. Das Bundesverfassungsrecht hält für die *zulässigen Erlassformen* von Regulierungen fest, dass beim Bundesparlament für «rechtssetzende Bestimmungen» die *Bundesgesetze* im Vordergrund stehen (Art. 163 Abs. 1 BV)⁵². Ebenfalls «rechtssetzende Bestimmungen» darf der BR als *Bundesverordnungen* erlassen, «soweit er durch

währsklauseln in allen Spezialgesetzen, faktisch ein (zu) grosses Gewicht zu, das unter rechtsstaatlichen Aspekten mit gutem Grund kritisiert wird» (KUNZ, Finanzmarktrecht [FN 5], 41).

⁴⁰ Zur Thematik: WEBER (FN 36), 408 ff. und 410 ff. sowie 415 ff.

⁴¹ Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. März 1995 (Börsengesetz, BEHG; SR 954.1); teilweise nicht mehr in Kraft.

⁴² Der Effektenhändler hat nicht allein aus Vertrag, sondern (zusätzlich) auf öffentlich-rechtlicher Gesetzesgrundlage eine Informationspflicht, eine Sorgfaltpflicht und eine Treuepflicht: Art. 11 Abs. 1 BEHG.

⁴³ Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen vom 23. Juni 2006 (Kollektivanlagengesetz, KAG; SR 951.31).

⁴⁴ Informations-, Sorgfalts- und Treuepflichten ergeben sich ebenfalls aus Art. 20 Abs. 1 KAG.

⁴⁵ Die FINMA hat allerdings zu diversen *privatrechtlichen* Themen (z.B. betreffend Vergütungen sowie Retrozessionen) reguliert, notabene in Rundschreiben sowie in Aufsichtsmitteilungen, für die sie *rechtlich unzuständig* ist: Vgl. dazu hinten IV. B. 2./3.

⁴⁶ Vgl. FN 25

⁴⁷ Zur Finanzmarktregulierung: DIETER GERICKE, *Funktioniert der Rechtsstaat im Kapitalmarkt?*, in: FS für D. Zobl (Zürich 2004) 359–374, *passim*.

⁴⁸ Eine «Duplizierung» dieser Rechtsstaatsprinzipien zeigt sich im Übrigen bei den *Eingriffsschranken für Grundrechte*: Vgl. dazu hinten III. C. 2. b).

⁴⁹ Statt aller: CHRISTOPH WINZELER, *Basler Kommentar Börsengesetz/Finanzmarktaufsichtsgesetz* (2. A. Basel 2011), N 3/N 68 a.E. zu Art. 7 FINMAG.

⁵⁰ Zur bundesverfassungsrechtlichen Kompetenzordnung: KAUFMANN/GÖTZE (FN 32), N 256; KUNZ, *Finanzmarktregulierung* (FN 5), N 46 f.

⁵¹ Eine *geteilte Zuständigkeit* zwischen Bund und Kantonen besteht einzig bei *Kantonalbanken*.

⁵² Die «korrekte» Erlassform der (Finanzmarkt-)Regulierung ist Teil der Bundesverfassungskonformität.

Verfassung oder Gesetz dazu ermächtigt ist» (Art. 182 Abs. 1 BV)⁵³. Es bestehen ausserdem *rechtsstaatliche Prinzipien* zur Delegation⁵⁴ (und zur Subdelegation).

[Rz 31] Im Hinblick auf die Finanzmarktregulierung wird in der Doktrin – mit Blick auf die *Grundrechte* – festgehalten⁵⁵: «*Rechtsstaatlichkeit des Kapitalmarktrechts* lässt sich (...) dann bejahen, wenn staatliche Einflussnahme auf das Handeln der Marktteilnehmer im öffentlichen Interesse, in verhältnismässiger Weise und gestützt auf genügend bestimmte, an den Grundrechten orientierte Rechtsnormen erfolgt, deren wesentlicher Gehalt vom formellen Gesetzgeber vorgegeben ist, und all dies der gerichtlichen Prüfung untersteht»⁵⁶.

2. Grundrecht(e) gegen Regulierungen?

a. Auswahl

[Rz 32] Die Schweiz basiert bundesverfassungsrechtlich⁵⁷ auf einer *sozialpflichtigen Marktwirtschaft mit freiem Wettbewerb*. Vor diesem Hintergrund können sich nicht allein natürliche Personen, sondern – im Grundsatz – ebenfalls *Unternehmungen* auf Grundrechte berufen⁵⁸. Im Zusammenhang mit wirtschaftlichen Tätigkeiten stehen die Wirtschaftsfreiheit einerseits⁵⁹ sowie die Eigentumsgarantie andererseits⁶⁰ im Vordergrund⁶¹. Bei diesen Grundrechten geht es um *Abwehransprüche* gegen staatliches Handeln⁶².

[Rz 33] Mittels *Wirtschaftsfreiheit* (Art. 27 BV) werden freie privatwirtschaftliche Betätigungen geschützt, und zwar in einem umfassenden Sinn⁶³; dieses Grundrecht stellt im Wesentlichen eine «institutionelle Garantie zugunsten der Privatwirtschaft» dar⁶⁴. Die *Eigentumsgarantie* (Art. 26 BV) sichert das Eigentum als Rechtsinstitut⁶⁵; die konkreten Nutzungs- sowie Verfügungsrechte sind durch die Gesetzgebung zu umschreiben, wobei die legislativen Freiheiten nicht unbe-

⁵³ Es bedarf m.a.W. einer *legislativen Delegationsnorm*: Vgl. dazu hinten III. D. 2.; allg. ERRASS (FN 18), Rz. 201 f.

⁵⁴ Vgl. dazu hinten III. D. 2. a).

⁵⁵ Vgl. dazu hinten III. C. 2.

⁵⁶ GERICKE (FN 47), 361 (Hervorhebung hinzugefügt); detailliert: NINA REISER, Durchsetzung heterogener börsengesellschaftsrechtlicher Normen (Habil. Zürich 2016), § 3 N 94 ff.

⁵⁷ KILGUS (FN 3), N 361; KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 59; TSCHANNEN (FN 18), § 6 N 21 ff.; zudem: GERICKE (FN 47), 360 ff.; REISER (FN 56), § 3 N 91 ad FN 211; WEBER (FN 36), 411 («soziale Marktwirtschaft»).

⁵⁸ Zu den *juristischen Personen* als Grundrechtsträgern: KLAUS A. VALLENDER/PETER HETTICH, St. Galler Kommentar – Bundesverfassung (3. A. Zürich/St. Gallen 2014), N 26 zu Art. 26 BV; KLAUS A. VALLENDER, St. Galler Kommentar – Bundesverfassung (3. A. Zürich/St. Gallen 2014), N 46 zu Art. 27 BV; FELIX UHLMANN, Basler Kommentar – Bundesverfassung (Basel 2015), N 28 zu Art. 27 BV.

⁵⁹ Art. 27 BV: «¹Die Wirtschaftsfreiheit ist gewährleistet. ²Sie umfasst insbesondere die freie Wahl des Berufes sowie den freien Zugang zu einer privatwirtschaftlichen Erwerbstätigkeit und deren freie Ausübung».

⁶⁰ Art. 26 BV: «¹Das Eigentum ist gewährleistet. ²Enteignungen und Eigentumsbeschränkungen, die einer Enteignung gleichkommen, werden voll entschädigt».

⁶¹ Vgl. KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 45 sowie N 55 ff.; ebenfalls als bedeutsam kann sich schliesslich die *Vereinigungsfreiheit* (Art. 23 Abs. 1 BV) erweisen: a.a.O. N 57 a.E.

⁶² VALLENDER (FN 58), N 7 zu Art. 27 BV; BERNHARD WALDMANN, Basler Kommentar – Bundesverfassung (Basel 2015), N 25 zu Art. 26 BV.

⁶³ Statt aller: VALLENDER (FN 58), N 9 ff. sowie v.a. N 12 ff. zu Art. 27 BV (zur Freiheit unternehmerischer Betätigung: a.a.O. N 22 ff.); UHLMANN (FN 58), N 6 zu Art. 27 BV m.w.H.

⁶⁴ VALLENDER (FN 58), N 91 zu Art. 27 BV (ähnlich: a.a.O. N 98).

⁶⁵ Vgl. VALLENDER/HETTICH (FN 58), N 13 zu Art. 26 BV.

schränkt sind⁶⁶. Die Eigentumsgarantie umfasst diverse Garantien⁶⁷, insbesondere die Bestandsgarantie, die Vermögenswertgarantie sowie die Institutsgarantie.

[Rz 34] Diese *wirtschaftlichen Grundrechte* stellen *zentrale Säulen* des schweizerischen Rechtsstaates dar, selbst wenn dieses Rechtsverständnis dem politischen (und medialen) «Zeitgeist» widersprechen mag. Die *Finanzmarktregulierung* hat diese Bundesverfassungsgrundlagen zu akzeptieren bzw. zu integrieren, denn sie schränkt – notabene unabhängig von der hoheitlichen Hierarchiestufe – die prinzipiell freien Wirtschaftsaktivitäten beispielsweise der Finanzintermediäre ein⁶⁸. Da es sich bei *sämtlichen Rechtssetzungen* jeweils um *hoheitliche Eingriffe* handelt, müssen die Grundrechte thematisiert werden.

[Rz 35] Um *Grundrechte rechtmässig einzuschränken*, sind die Voraussetzungen gemäss Art. 36 BV kumulativ zu erfüllen⁶⁹: «¹Einschränkungen von Grundrechten bedürfen einer gesetzlichen Grundlage. Schwerwiegende Einschränkungen müssen im Gesetz selbst vorgesehen sein. (...). ²Einschränkungen von Grundrechten müssen durch ein öffentliches Interesse oder durch den Schutz von Grundrechten Dritter gerechtfertigt sein. ³Einschränkungen von Grundrechten müssen verhältnismässig sein. ⁴Der Kerngehalt der Grundrechte ist unantastbar»⁷⁰.

[Rz 36] Damit besteht – betreffend die Rechtsstaatsgrundsätze (Art. 5 BV)⁷¹ – eine «Duplizierung», wobei *Art. 36 BV* von der h.L. als *Lex specialis* qualifiziert wird⁷². *Grundrechtseingriffe* erfolgen durch hoheitliche Aktionen, z.B. durch Rechtsanwendungen, aber ebenfalls durch Rechtssetzungen⁷³ sowie durch *tatsächliches Handeln*⁷⁴. Im Vergleich zu hoheitlichen («formellen») Interventionen nehmen in der Wirtschaftsrealität *faktische Einwirkungen* immer mehr zu⁷⁵, und die *Macht des Faktischen* stellt eine Grundrechtseinschränkung dar.

b. Voraussetzungen für Grundrechtseingriffe

aa. Gesetzliche Grundlage

[Rz 37] Jedes *staatliche Handeln*, wozu jegliche Regulierungen zu zählen sind, braucht eine rechtliche Basis (Art. 5 Abs. 1 BV)⁷⁶. Eine solche Rechtsgrundlage ist ebenfalls erforderlich im Hinblick

⁶⁶ VALLENDER/HETTICH (FN 58), N 13 zu Art. 26 BV hält zu den Ausgestaltungsmöglichkeiten fest: «Es ist daher davon auszugehen, dass der *Gesetzgeber keineswegs frei* ist hinsichtlich der Umschreibung des Eigentumsinhalts» (Hervorhebung hinzugefügt).

⁶⁷ Hierzu statt vieler: WALDMANN (FN 62), N 34 ff. zu Art. 26 BV; VALLENDER/HETTICH (FN 58), N 29 zu Art. 26 BV.

⁶⁸ In der neoklassischen Wirtschaftstheorie wird die Regulierung der Finanzmärkte als *eigentliche Wettbewerbsbehinderung* betrachtet; allg.: STEPHAN A. ZWAHLEN, *Kosten-/Nutzenanalyse mit Regulatory Scorecards – am Beispiel der Finanzmarktregulation* (Diss. St. Gallen 2009), 10.

⁶⁹ Generell: HÄFELIN/HALLER/KELLER/THURNHERR (FN 20), N 302 ff.; TSCHANNEN (FN 18), § 7 N 84 ff.; REGINA KIE-
NER/WALTER KÄLIN, *Grundrechte* (2. A. Bern 2013), 89 ff.; DIETER ZOBL/STEFAN KRAMER, *Schweizerisches Kapital-
marktrecht* (Zürich 2004), N 86 ff.; VALLENDER/HETTICH (FN 58), N 39 ff. zu Art. 26 BV; VALLENDER (FN 58), N 57 ff.
zu Art. 27 BV.

⁷⁰ Diese bundesverfassungsrechtliche Ordnung relativiert im Zusammenhang mit der Finanzmarktregulierung in der Schweiz das *Primat der Politik*: Vgl. dazu vorne II. A.

⁷¹ Vgl. dazu vorne III. C. 1.

⁷² RAINER A. SCHWEIZER, *St. Galler Kommentar – Bundesverfassung* (3. A. Zürich/St. Gallen 2014), N 8 zu Art. 36 BV;
ASTRID EPINEY, *Basler Kommentar – Bundesverfassung* (Basel 2015), N 7 zu Art. 36 BV.

⁷³ *Regulierungen* stellen einen *Grundrechtseingriff* dar: EPINEY (FN 72), N 15 zu Art. 36 BV.

⁷⁴ EPINEY (FN 72), N 14 ff. zu Art. 36 BV; zudem: SCHWEIZER (FN 72), N 2 zu Art. 36 BV.

⁷⁵ SCHWEIZER (FN 72), N 2 zu Art. 36 BV.

⁷⁶ Allg.: GERICKE (FN 47), 359; zudem: TSCHANNEN (FN 18), § 7 N 99 ff.

auf die Rechtmässigkeit von *Behörden*; die Legalität der FINMA als solcher sowie das öffentliche Interesse an deren Errichtung sind indes unbestritten⁷⁷. Die *Finanzmarktregulierung* führt zu einer *Einschränkung der Grundrechte* der Finanzindustrie⁷⁸:

[Rz 38] Ein solcher Grundrechtseingriff bedarf – als *erste Voraussetzung*⁷⁹ – einer *gesetzlichen Grundlage* (Art. 36 Abs. 1 Satz 1 BV)⁸⁰; ausserdem sieht Art. 36 Abs. 1 Satz 2 BV vor, dass insbesondere *schwerwiegende Einschränkungen* in einem formellen Gesetz vorgesehen werden müssen⁸¹, d.h. in diesen Bereichen sind Rechtsverordnungen unzulässig⁸². Die finanzmarktrechtlichen Bundesgesetze stellen sog. *Rahmengesetze* dar⁸³ und solche Erlasse *genügen* prinzipiell dem Gesetzmässigkeitsgrundsatz zur Einschränkung der Grundrechte⁸⁴. Bei der *Regulierung der FINMA* stellt das *Legalitätsprinzip* – nebst dem Verhältnismässigkeitsprinzip⁸⁵ – das zentrale Grundrechtsproblem dar.

[Rz 39] Die *Rechtsverordnungen* können – als materielle Gesetze⁸⁶ – zumindest unter bestimmten Voraussetzungen⁸⁷ als gesetzliche Grundlage gemäss Art. 36 Abs. 1 BV betrachtet werden. Anders verhält es sich indessen im Zusammenhang mit den *Rundschreiben* der FINMA auf der einen Seite⁸⁸ sowie mit den in keinem Bundesgesetz erwähnten offiziellen Rechtsquellen, v.a. mit den *Aufsichtsmitteilungen*, auf der anderen Seite⁸⁹.

bb. Öffentliches Interesse

[Rz 40] Im Grundsatz müssen *jedes staatliche Handeln* sowie *alle behördlichen Tätigkeiten* gemäss Art. 5 Abs. 2 BV im öffentlichen Interesse liegen. Ausserdem haben Grundrechtseingriffe, beispielsweise durch eine Regulierung im Allgemeinen sowie durch die Finanzmarktregulierung im Besonderen, ebenfalls – notabene als *zweite Voraussetzung*⁹⁰ – im *öffentlichen Interesse* zu stehen

⁷⁷ KAUFMANN/GÖTZE (FN 32), N 257 ff.

⁷⁸ Im Vordergrund stehen die *Wirtschaftsfreiheit* und die *Eigentumsgarantie*: Vgl. dazu vorne III. C. 2. a).

⁷⁹ Vgl. dazu vorne III. C. 2. a).

⁸⁰ SCHWEIZER (FN 72), N 14 ff. zu Art. 36 BV; EPINEY (FN 72), N 29 ff. zu Art. 36 BV.

⁸¹ VALLENDER/HETTICH (FN 58), N 42 f. zu Art. 26 BV; SCHWEIZER (FN 72), N 16 zu Art. 36 BV; generell: UHLMANN (FN 58), N 39 ff. zu Art. 27 BV; *materiell identisch* verhält es sich ebenfalls unter dem Aspekten von Art. 164 Abs. 1 Satz 1 BV: «Alle wichtigen rechtssetzenden Bestimmungen sind in der Form des Bundesgesetzes zu erlassen».

⁸² Zur Thematik: KIENER/KÄLIN (FN 69), 103 ff.; SCHWEIZER (FN 72), N 16 zu Art. 36 BV.

⁸³ Vgl. dazu hinten III. D. 1.; ausserdem: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 138 ff. sowie N 249 f.; DERS., Finanzmarktrecht (FN 5), 30; MARTIN MONSCH/HANS CASPAR VON DER CRONE, Verfassungsrechtliche Erwägungen zu Informationsverboten der Finanzmarktaufsicht, SZW 87 (2015) 651–667, 654 f.; TINA BALZLI/CLAUDIO KERBER/VANESSA ISLER, Finanzmarktrecht (2. A. Zürich 2015), 44 sowie 49.

⁸⁴ Statt aller: KUNZ, Finanzmarktrecht (FN 5), 31; DERS., Finanzmarktregulierung (FN 5), N 63.

⁸⁵ Vgl. dazu hinten III. C. 2. b) cc).

⁸⁶ Als *materielle Gesetze* werden *sämtliche generell-abstrakten* Normen betrachtet, unabhängig der erlassenden Hierarchiestufe: TSCHANNEN/ZIMMERLI/MÜLLER (FN 25), § 13 N 7 ff.

⁸⁷ Vgl. dazu hinten IV. A. 3. a) aa).

⁸⁸ Vgl. dazu hinten IV. A. 3. a) bb).

⁸⁹ Vgl. dazu hinten IV. A. 3. a) cc).

⁹⁰ Vgl. dazu vorne III. C. 2. a).

(Art. 36 Abs. 2 BV)⁹¹. Nicht jedes hoheitliche Handeln, wie beispielsweise Rechtssetzungen, erfolgt eo ipso im öffentlichen Interesse⁹².

[Rz 41] Es gibt *keinen objektiven Massstab* für legale öffentliche Interessen, massgeblich erscheint jeweils die Rechtspolitik⁹³, d.h. ein Numerus clausus möglicher Interessen ist a priori ausgeschlossen⁹⁴. *Regulierungen* gelten als im öffentlichen Interesse stehend, wenn sie etwa der Verwirklichung effizienter Märkte dienen⁹⁵, was im Hinblick auf das Finanzmarktrecht regelmässig (mindestens) behauptet werden dürfte: «Leicht zynisch könnte ohne weiteres festgehalten werden: Irgendein öffentliches Interesse für die Finanzmarktregulierung kann immer aufgefunden – oder zumindest politisch konstruiert – werden»⁹⁶.

cc. Verhältnismässigkeitsprinzip

[Rz 42] Jedes staatliche Handeln⁹⁷, unbeschrieben der Form (z.B. als Rechtssetzung, als Rechtsanwendung oder als Macht des Faktischen), muss – als Element der Rechtsstaatlichkeit – verhältnismässig sein (Art. 5 Abs. 2 a.E. BV)⁹⁸. Betreffend Eingriffe in Grundrechte stellt das *Verhältnismässigkeitsprinzip* (Art. 36 Abs. 3 BV)⁹⁹ – als *dritte Voraussetzung*¹⁰⁰ – eine weitere rechtsstaatliche Hürde dar. In erster Linie der Rechtssetzer muss vor diesem Hintergrund bei Regulierungen *legislativ* mit verschiedenen «*Im Zweifel-Antworten*» reagieren:

[Rz 43] «Erstens sollte, im Zweifel, auf Regulierungen verzichtet werden; zweitens sollte bei Bejahung eines Interventionsbedarfs, im Zweifel, eine Selbstregulierung statt einer Regulierung bevorzugt werden; und drittens sollte für den Fall einer hoheitlichen Intervention, im Zweifel, bloss eine prudentielle Aufsicht statt eines Verbots vorgesehen werden»¹⁰¹. Bei der *Regulierung der FINMA* stellt das *Verhältnismässigkeitsprinzip* – nebst dem Legalitätsprinzip¹⁰² – das zentrale Grundrechtsproblem dar.

[Rz 44] Das Verhältnismässigkeits- bzw. Subsidiaritätsprinzip umfasst diverse *Teilgehalte*: die Eignung, die Erforderlichkeit und die Zumutbarkeit («Verhältnismässigkeit i.e.S.») der hoheitlichen Intervention¹⁰³. Die *Eignung* setzt voraus, dass die Intervention überhaupt geeignet ist, um das

⁹¹ Generell: KIENER/KÄLIN (FN 69), 114 ff.; VALLENDER/HETTICH (FN 58), N 45 ff. zu Art. 26 BV; SCHWEIZER (FN 72), N 31 zu Art. 36 BV.

⁹² Folglich besteht eine *Beweislast des Staates* bzw. der intervenierenden Behörde, dass für eine konkrete Regulierung überhaupt ein öffentliches Interesse ausgewiesen ist.

⁹³ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 64.

⁹⁴ EPINEY (FN 72), N 49 zu Art. 36 BV.

⁹⁵ KILGUS (FN 3), N 362.

⁹⁶ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 66 a.E.

⁹⁷ Betroffen sind *alle Staatsfunktionen*: MARKUS MÜLLER, Verhältnismässigkeit – Gedanken zu einem Zauberwürfel (Bern 2013), 47 ff.

⁹⁸ Allg.: MÜLLER (FN 97), *passim* (es handelt sich um das «*Leitprinzip*» der rechtsstaatlichen Handlungsmaximen: a.a.O. 60); zudem: ULRICH HÄFELIN/GEORG MÜLLER/FELIX UHLMANN, Allgemeines Verwaltungsrecht (7. A. Zürich 2016), N 514 ff.; KIENER/KÄLIN (FN 69), 119 ff.

⁹⁹ Generell: EPINEY (FN 72), N 53 ff. zu Art. 36 BV; SCHWEIZER (FN 72), N 37 ff. zu Art. 36 BV.

¹⁰⁰ Vgl. dazu vorne III. C. 2. a).

¹⁰¹ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 68 a.E.; diese «*Im Zweifel-Antworten*» sind nicht zuletzt für die *Regulierung der FINMA* leitend: Vgl. dazu hinten IV. A. 1. b) aa).

¹⁰² Vgl. dazu vorne III. C. 2. b) aa).

¹⁰³ Hierzu: VALLENDER/HETTICH (FN 58), N 49 f. zu Art. 26 BV; WALDMANN (FN 62), N 72 ff. zu Art. 26 BV.

angestrebte Ziel zu erreichen¹⁰⁴. Die *Erforderlichkeit* besagt im Wesentlichen, dass der vorgesehene Eingriff nicht über das absolut unerlässliche Mass hinausgehen darf¹⁰⁵. Bei der *Zumutbarkeit* wird schliesslich das Verhältnis zwischen dem Ziel sowie der Intervention betrachtet, es geht m.a.W. um die sog. Zweck-Mittel-Relation¹⁰⁶.

[Rz 45] Das *verfassungsrechtliche* Prinzip der Verhältnismässigkeit erweist sich für die Finanzmarktregulierung als zentral¹⁰⁷. Dies trifft nicht allein auf die Bundesgesetzgebung, sondern ebenfalls auf die FINMA-Regulierung zu¹⁰⁸. Das Verhältnismässigkeitsprinzip im Zusammenhang mit der Rechtssetzung der FINMA ergibt sich zusätzlich durch die *Gesetzgebung*, konkret durch Art. 7 Abs. 2 Satz 1 FINMAG^{109,110}. Insofern wird für die FINMA verfassungsrechtlich und gesetzlich eine *Regulierungskompetenzreduktion* vorgesehen¹¹¹.

dd. Kerngehaltsgarantie

[Rz 46] Bei der *Kerngehaltsgarantie* (Art. 36 Abs. 4 BV)¹¹² – als *vierte* Voraussetzung für rechtmässige Einschränkungen von Grundrechten¹¹³ – handelt es sich sozusagen um die grundrechtliche «Notbremse»¹¹⁴. Folglich dürfen die Wirtschaftsfreiheit sowie die Eigentumsgarantie in deren *Substanz* legislativ nicht in Frage gestellt werden¹¹⁵; inhaltlich wäre dies ohne Zweifel – als Beispiele – der Fall, wenn es zu *umfassenden Tätigkeitsverboten* oder zu einer *Verstaatlichung der Finanzindustrie* (oder wichtiger Teile davon) käme¹¹⁶.

[Rz 47] Der Umstand allein, dass es *überhaupt* eine Finanzmarktregulierung bzw. eine Regulierung der FINMA gibt, verletzt (noch) keinen Kerngehalt eines Grundrechts. PARACELTUS (Motto: «Sola Dosis facit Venenum»)¹¹⁷ kommt jedoch nicht zuletzt rechtspolitische Bedeutung zu und angesichts der *invasiven Regulierung im Finanzbereich* kann festgehalten werden: «M.E. steht die aktuelle Finanzmarktregulierung – inklusive den verschiedenen Verboten – mit den verfassungsrechtlichen Vorgaben in Einklang; teilweise kann indes die *Kerngehaltsgarantie als geritzt* betrachtet werden»¹¹⁸; für die FINMA-Regulierung sind hingegen das Legalitätsprinzip sowie das Verhältnismässigkeitsprinzip bedeutsamer¹¹⁹.

¹⁰⁴ Statt vieler: SCHWEIZER (FN 72), N 38 zu Art. 36 BV.

¹⁰⁵ Vgl. SCHWEIZER (FN 72), N 39 zu Art. 36 BV.

¹⁰⁶ SCHWEIZER (FN 72), N 40 zu Art. 36 BV.

¹⁰⁷ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 67 a.E.

¹⁰⁸ In diesem Sinn: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 69.

¹⁰⁹ Vgl. FN 8.

¹¹⁰ Statt aller: WINZELER (FN 49), N 68 ff. zu Art. 7 FINMAG; BÜHLER (FN 39), 28; das Verhältnismässigkeitsprinzip gelangt ausserdem durch die Unterstützung der FINMA für *Selbstregulierungen* zum Ausdruck (Art. 7 Abs. 3 FINMAG): Vgl. dazu hinten IV. A. 3. b); zudem: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 69 a.E.

¹¹¹ Vgl. dazu hinten IV. A. 1. b) aa).

¹¹² Statt aller: EPINEY (FN 72), N 61 ff. zu Art. 36 BV.

¹¹³ Vgl. dazu vorne III. C. 2. a).

¹¹⁴ M.a.W. hat der «innerste Kern» *unangetastet* zu bleiben: KIENER/KÄLIN (FN 69), 69 ff.; generell: SCHWEIZER (FN 72), N 44 f. zu Art. 36 BV.

¹¹⁵ Insofern wird das *Primat der Politik relativiert*: vgl. dazu vorne II. A.; vgl. VALLENDER/HETTICH (FN 58), N 51 zu Art. 26 BV.

¹¹⁶ Hierzu: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 70 f.

¹¹⁷ Allg.: REISER (FN 56), § 3 N 94 a.E.

¹¹⁸ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 71 a.E. (Hervorhebung im Original).

¹¹⁹ Vgl. dazu vorne III. C. 2. b) aa) sowie cc).

D. Bundesgesetze sowie Bundesverordnungen

1. Finanzmarktrecht

[Rz 48] Das *Finanzmarktrecht* findet sich auf diversen Hierarchiestufen, also in der BV, in Bundesgesetzen, in Rechtsverordnungen und in weiteren Rechtsquellen der FINMA¹²⁰. Es können legislative Besonderheiten¹²¹ festgestellt werden, etwa der Umstand, dass die meisten Bundesgesetze der Finanzmarktregulierung (z.B. Bankengesetz [BankG]¹²², KAG, Finanzmarktinfrastrukturgesetz [FinfraG]¹²³ oder Geldwäschereigesetz [GwG]¹²⁴) als *Rahmengesetze* ausgestaltet sind¹²⁵. Dies bedeutet, etwas trivialisiert, dass das «Fleisch am Knochen» auf der hierarchisch tieferen Stufe der *Rechtsverordnungen* aufzufinden ist.

[Rz 49] Das heute aktuell gültige vertikale «Säulenmodell» wird momentan umgebaut in ein *horizontales* «Dachmodell», und zwar durch die Aufhebung bisheriger und den Erlass neuer finanzmarktrechtlicher Bundesgesetze («Kleeblattrevision»)¹²⁶. Weder das alte noch das neue «Architekturmodell» ändern allerdings etwas an der Bedeutung der *Bundesgesetze*, für die *keine Bundesverfassungsgerichtsbarkeit* besteht: «Bundesgesetze (...) sind für das Bundesgericht und die anderen rechtsanwendenden Behörden massgebend» (Art. 190 BV)¹²⁷.

2. Delegationen

a. Bundesrat sowie FINMA

[Rz 50] Da Rahmengesetze im Bereich des Finanzmarktrechts vorherrschen¹²⁸, wird die Finanzmarktregulierung in der Schweiz seit einigen Jahren auf die *Ebene der Rechtsverordnungen* (und auf weitere Ebenen)¹²⁹ verlagert, konkret zum BR einerseits und zur FINMA andererseits. Ein solcher «Machttransfer» erscheint *rechtsstaatlich heikel* (Stichworte: Gewaltenteilungsprinzip sowie

¹²⁰ Vgl. dazu hinten IV. A. 3.a)/b).

¹²¹ Hinweise: KUNZ, Finanzmarktrecht (FN 5), 29 ff.

¹²² Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen vom 8. November 1934 (Bankengesetz, BankG; SR 952.0).

¹²³ Bundesgesetz über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 19. Juni 2015 (Finanzmarktinfrastrukturgesetz, FinfraG; SR 958.1).

¹²⁴ Bundesgesetz über die Bekämpfung der Geldwäscherei und der Terrorismusfinanzierung vom 10. Oktober 1997 (Geldwäschereigesetz, GwG; SR 955.0).

¹²⁵ Detailliert: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 138 ff.; diese Rahmengesetze erlauben einen *rechtsstaatlich bedenklichen* «Machttransfer» an die FINMA: Vgl. dazu hinten V. A.

¹²⁶ Statt vieler: ROLF H. WEBER, Theorie und Praxis der Finanzmarktregulierung, SZW 86 (2014) 577–588, 583 f.; rechtspolitisch kritisch: PETER V. KUNZ, Sinn und Unsinn der «Kleeblattreform», NZZ Nr. 211 (2014) 21.

¹²⁷ TSCHANNEN (FN 18), § 8 N 6 ff.; insofern können – als Beispiel – Banken die Verletzung ihrer Wirtschaftsfreiheit durch *bankgesetzliche* Regelungen nicht geltend machen, selbst wenn diese unverhältnismässig sind; generell: HÄFELIN/HALLER/KELLER/THURNHERR (FN 20), N 1929 ff.

¹²⁸ Vgl. dazu vorne III. D. 1.

¹²⁹ Zahlreiche offiziöse «Regularien» der FINMA *unterhalb der Verordnungsstufe* spielen in der Wirtschaftsrealität eine wichtige Rolle: Vgl. dazu hinten IV. A. 3. a) cc).

«Demokratiedefizit»¹³⁰ und führt immer wieder zu rechtspolitischer Kritik¹³¹ und vereinzelt zu Gegenmassnahmen des Bundesparlaments¹³².

[Rz 51] Der Begriff «Verordnung» lässt unterschiedliche Rechtsverständnisse zu¹³³. Die *behördlichen Rechtsverordnungen* stellen materielle Gesetze bzw. allgemeinverbindliche Rechtssetzungen auf Hierarchiestufe(n) unterhalb der Gesetzesstufe dar. Für den BR ergibt sich diese Möglichkeit – immerhin vorbehaltlich Art. 36 Abs. 1 Satz 2 BV¹³⁴ – explizit aus Art. 182 Abs. 1 BV¹³⁵; Delegationen an andere Behörden – in erster Linie an die FINMA – sind ebenfalls zulässig, sofern gewisse *Prinzipien beachtet* werden¹³⁶.

[Rz 52] Die eigentliche Finanzmarktregulierung findet im Wesentlichen *ausserhalb der Bundesgesetzgebung* statt, nämlich insbesondere in Rechtsverordnungen¹³⁷ auf der einen Seite des BR¹³⁸ (Beispiele: Bankenverordnung [BankV]¹³⁹, Eigenmittelverordnung [ERV]¹⁴⁰ und Liquiditätsverordnung [LiqV]¹⁴¹)¹⁴² sowie – meist umstrittener – auf der anderen Seite der FINMA (Beispiele: Auslandsbankenverordnung-FINMA [ABV-FINMA]¹⁴³, Versicherungsaufsichtsverordnung-FINMA [AVO-FINMA]¹⁴⁴, Bankeninsolvenzverordnung-FINMA [BIV-FINMA]¹⁴⁵, Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA [FinfraV-FINMA]¹⁴⁶, Geldwäschereiverordnung-FINMA [GwV-FINMA]¹⁴⁷ oder Kollektivanlagenverordnung-FINMA [KKV-FINMA]¹⁴⁸)¹⁴⁹. Die *Macht des Fakti-*

130 MONSCH/VON DER CRONE (FN 83), 654 f. halten fest: «Rahmengesetze stehen (...) in einem Spannungsverhältnis zu Rechtssicherheit, Demokratie und Gewaltenteilung»; allg.: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 249 f.

131 Vor diesem Hintergrund wird momentan intensiv über ein *Verordnungsveto* debattiert.

132 Beispielsweise sah das Bundesparlament im Hinblick auf «TBTF-Verordnungen» einen *parlamentarischen Genehmigungsvorbehalt* vor; dies zeigte ein *legislatives Misstrauen* auf (KUNZ, Finanzmarktrecht [FN 5], 30 f.) und kommt selten vor: HÄFELIN/HALLER/KELLER/THURNHERR (FN 20), N 1878.

133 Auswahl: *Rechtsverordnungen* – selbständige oder unselbständige (TSCHANNEN (FN 18), § 8 N 12) – als gesetzesvertretende Verordnungen oder als Vollzugsverordnungen sowie *Verwaltungsverordnungen*; vgl.: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 87 ff.; HÄFELIN/HALLER/KELLER/THURNHERR (FN 20), N 1859 ff.

134 Vgl. dazu vorne III. C. 2. b) aa).

135 Vgl. dazu vorne III. C. 1.; es braucht also eine ausdrückliche *Ermächtigung des BR* aus der BV oder einem Bundesgesetz.

136 Für Subdelegationen an die FINMA muss insbesondere Art. 55 Abs. 2 FINMAG beachtet werden; vgl. dazu hinten IV. A. 1. b) bb).

137 Übersicht: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 143 (re BR) sowie N 147 (re FINMA).

138 HÄFELIN/HALLER/KELLER/THURNHERR (FN 20), N 1869 ff.

139 Verordnung über die Banken und Sparkassen vom 30. April 2014 (Bankenverordnung, BankV; SR 952.02).

140 Verordnung über die Eigenmittel und Risikoverteilung für Banken und Effektenhändler vom 1. Juni 2012 (Eigenmittelverordnung, ERV; SR 952.03).

141 Verordnung über die Liquidität der Banken vom 30. November 2012 (Liquiditätsverordnung, LiqV; SR 952.06).

142 Übersicht: WINZELER (FN 49), N 6 zu Art. 7 FINMAG.

143 Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die ausländischen Banken in der Schweiz vom 21. Oktober 1996 (Auslandsbankenverordnung-FINMA, ABV-FINMA; SR 952.0).

144 Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen vom 9. November 2005 (Versicherungsaufsichtsverordnung-FINMA, AVO-FINMA; SR 961.011.1).

145 Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Insolvenz von Banken und Effektenhändlern vom 30. August 2012 (Bankeninsolvenzverordnung FINMA, BIV-FINMA; SR 952.05).

146 Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 3. Dezember 2015 (Finanzmarktinfrastrukturverordnung-FINMA, FinfraV-FINMA; SR 958.111).

147 Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Bekämpfung von Geldwäscherei und Terrorfinanzierung im Finanzsektor vom 3. Juni 2015 (Geldwäschereiverordnung-FINMA, GwV-FINMA; SR 955.033.0).

148 Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die kollektiven Kapitalanlagen vom 21. Dezember 2006 (Kollektivanlagenverordnung-FINMA, KKV-FINMA; SR 951.312).

149 Vgl. dazu hinten IV. A. 3. a) aa).

schen zeigt sich zudem u.a. in Verwaltungsverordnungen¹⁵⁰ und in offiziellen «Regularien» der FINMA¹⁵¹.

b. Delegationsprinzipien

[Rz 53] Die *Legislative* darf, unter bestimmten Voraussetzungen, die *Rechtssetzung delegieren* an die Exekutive (inklusive Behörden), wodurch das Gewaltenteilungsprinzip relativiert wird¹⁵²; dies ergibt sich auf *Bundesebene* – folglich für die Finanzmarktregulierung massgeblich – insbesondere aus Art. 36 Abs. 1 BV, aus Art. 164 Abs. 2 BV sowie aus Art. 182 Abs. 1 BV. Generell müssen von der Legislative allerdings gewisse *Delegationsgrundsätze* berücksichtigt werden, die vom Bundesgericht (für die Kantonsebene) entwickelt wurden¹⁵³.

[Rz 54] Die Rechtssetzer auf *Bundesebene* (z.B. Bundesparlament, BR und FINMA) müssen diese Grundsätze ebenfalls einhalten, so dass vier Prinzipien im Vordergrund stehen¹⁵⁴: Erstens, die Delegation darf *nicht ausgeschlossen* sein durch die BV (z.B. bei «wichtigen rechtssetzenden Bestimmungen» gemäss Art. 164 Abs. 1 BV); zweitens, es braucht eine *Delegationsnorm* in einem *formellen Gesetz* (Art. 164 Abs. 2 BV: Rechtssetzungsbefugnisse können nur «durch Bundesgesetz übertragen» werden); drittens, die Delegation muss auf eine *bestimmte Materie beschränkt* sein, d.h. eine die Gewaltenteilung missachtende «Blankodelegation» wäre unzulässig; viertens, «*wichtige*» *Inhalte* sind schlicht überhaupt *nicht delegierbar*¹⁵⁵.

[Rz 55] Ob die FINMA im Rahmen ihrer *FINMA-Regulierung* kongruent mit den Delegationsprinzipien ist¹⁵⁶, wird zu untersuchen sein; dabei geht es nicht allein um ihre Rechtsverordnungen¹⁵⁷, sondern auch um ihre Rundschreiben¹⁵⁸ und um weitere offiziöse «Regularien»¹⁵⁹. In diesem Zusammenhang erscheinen jedoch nicht allein die BV und die bundesgerichtlichen Delegationsgrundsätze relevant. Eine Besonderheit ergibt sich daraus, dass es eine *spezifische Regulierung* für die *Regulierung der FINMA* gibt (konkret: Art. 7 FINMAG)¹⁶⁰.

¹⁵⁰ Vgl. dazu hinten IV. A. 3. a) bb).

¹⁵¹ Vgl. dazu hinten IV. A. 3. a) cc).

¹⁵² Das *Gewaltenteilungsprinzip* bleibt indessen zentraler Massstab für die Delegationsprinzipien: TSCHANNEN (FN 18), § 27 N 36 ff.

¹⁵³ Statt vieler: SCHWEIZER (FN 72), N 16 f. zu Art. 36 BV; KIENER/KÄLIN (FN 69), N 103 ff.; TSCHANNEN (FN 18), § 27 N 27 ff.; allg.: ROLF H. WEBER, Gedanken zum Regulierungsprozess im Finanzmarktrecht, in: Law & Economics (Bern 2015) 457–470, 460; aus der Praxis zu Gesetzesdelegationen auf *kantonal*er Ebene: BGE 134 I 322, 330 Erw. 2.6.2.; BGE 128 I 113, 120 ff. Erw. 3.

¹⁵⁴ Hierzu: TSCHANNEN (FN 18), § 27 N 33 f.

¹⁵⁵ Dieses Kriterium ergibt sich nicht allein aus Art. 164 Abs. 1 BV, sondern ausserdem aus Art. 22 Abs. 1 ParlG: «Die Bundesversammlung erlässt alle wichtigen rechtssetzenden Bestimmungen in der Form des Bundesgesetzes».

¹⁵⁶ Dies ist rechtlich bedeutsam, hat doch die *FINMA* eben gerade *keine selbständige* Rechtssetzungskompetenz betreffend Finanzmarktregulierung: Bericht des BR «Die FINMA und ihre Regulierungs- und Aufsichtstätigkeit» vom 18. Dezember 2014, 25/49; vgl. BÜHLER (FN 24), 475; DERS. (FN 39), 27 sowie 31.

¹⁵⁷ Vgl. dazu hinten IV. A. 3. a) aa).

¹⁵⁸ Vgl. dazu hinten IV. A. 3. a) bb).

¹⁵⁹ Vgl. dazu hinten IV. A. 3. a) cc).

¹⁶⁰ Vgl. dazu hinten IV. A. 1. b) aa); generell: Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 3/49: Leitlinien zur Finanzmarktregulierung vom 3. Juli 2013, Rz. 3 f.; es handelt sich um eine der zentralen Neuerungen der Finanzmarktregulierung: SABINE KILGUS, FINMAG und FINMA – Behörden(re)organisation oder regulatorische Innovation?, in: FS für R. von Büren (Basel 2009) 817–844, 830.

IV. FINMA-Regulierung (sowie deren Regulierung)

A. Theorie

1. Rechtssetzungen

a. Übersicht

[Rz 56] Die *Regulierung der FINMA* basiert auf *diversen Rechtssetzungen*, notabene auf unterschiedlichen Hierarchiestufen. Die FINMA hat auf der einen Seite die BV (u.a. mit zahlreichen Prinzipien der Rechtsstaatlichkeit)¹⁶¹ sowie auf der anderen Seite verschiedene Bundesgesetze mit spezifischen Delegationsnormen zu beachten¹⁶². Meist ergibt sich die *Regulierungskompetenz* der FINMA¹⁶³ aus *gesetzlichen* Delegationsbestimmungen:

[Rz 57] Beispiele: ABV-FINMA (Art. 2 Abs. 2 BankG), AVO-FINMA (z.B. Art. 9 Abs. 3 des Versicherungsaufsichtsgesetzes [VAG]¹⁶⁴), BIV-FINMA (Art. 28 Abs. 2 BankG, Art. 34 Abs. 3 BankG etc.), Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Datenbearbeitung (*Datenverordnung-FINMA*)¹⁶⁵ (Art. 23 Abs. 1 FINMAG), FinfraV-FINMA (Art. 15 Abs. 3 BEHG, Art. 38 FinfraG etc.), GwV-FINMA (Art. 17 GwG und Art. 18 Abs. 1 lit. e GwG) oder schliesslich KKV-FINMA (z.B. Art. 55 Abs. 3 KAG und Art. 56 Abs. 3 KAG). Teils finden sich indessen *Subdelegationen* vom BR an die FINMA¹⁶⁶; Beispiele: AVO-FINMA (Art. 22a Abs. 2 AVO¹⁶⁷, Art. 42 Abs. 2 AVO, Art. 48 Abs. 2 AVO, Art. 50b AVO, Art. 54 Abs. 4 AVO etc.) sowie FinfraV-FINMA (Art. 30 Abs. 4 BEHV¹⁶⁸ und Art. 36 Abs. 4 der Finanzmarktinfrastrukturverordnung [FinfraV]¹⁶⁹).

[Rz 58] Den «Rahmen» der FINMA-Regulierung stellt das *Finanzmarktaufsichtsgesetz* dar, aus dem sich beispielsweise die «Regulierungsgrundsätze» (Art. 7 FINMAG) einerseits sowie die Ordnung für «Ausführungsbestimmungen» (Art. 55 FINMAG) andererseits ergeben. Das FINMAG kann, etwas trivialisiert, als *Allgemeiner Teil* der Finanzmarktregulierung betrachtet werden¹⁷⁰ und wurde entsprechend als «Dachgesetz» ausgestaltet¹⁷¹.

¹⁶¹ Vgl. dazu vorne III. C. 1.

¹⁶² Massgeblich sind die *Delegationsprinzipien* der Rechtsanwendung; Vgl. dazu vorne III. D. 2. b).

¹⁶³ Übersicht: WINZELER (FN 49), N 7 ff. zu Art. 7 FINMAG.

¹⁶⁴ Bundesgesetz betreffend die Aufsicht über Versicherungsunternehmen vom 17. Dezember 2004 (Versicherungsaufsichtsgesetz, VAG; SR 961.01).

¹⁶⁵ Verordnung der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht über die Datenbearbeitung vom 8. September 2011 (Datenverordnung-FINMA; SR 956.124).

¹⁶⁶ Zur Thematik der *Subdelegation*: HÄFELIN/HALLER/KELLER/THURNHERR (FN 20), N 1875 ff.

¹⁶⁷ Verordnung über die Beaufsichtigung von privaten Versicherungsunternehmen vom 9. November 2005 (Aufsichtsverordnung, AVO; SR 961.011).

¹⁶⁸ Verordnung über die Börsen und den Effektenhandel vom 2. Dezember 1996 (Börsenverordnung, BEHV; SR 954.11).

¹⁶⁹ Verordnung über die Finanzmarktinfrastrukturen und das Marktverhalten im Effekten- und Derivatehandel vom 25. November 2015 (Finanzmarktinfrastrukturverordnung, FinfraV; SR 958.11).

¹⁷⁰ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 136 f.; DERS., Finanzmarktrecht (FN 5), 29 f.

¹⁷¹ In diesem Sinn: NOBEL (FN 10), § 7 N 78; KUNZ, Finanzmarktrecht (FN 5), 29; das FINMAG übernimmt die Funktion der *Lex generalis* in Bezug auf die finanzmarktrechtlichen Spezialerlasse: «Dieses Gesetz gilt, soweit die Finanzmarktgesetze nichts anderes vorsehen» (Art. 2 Abs. 1 FINMAG).

b. FINMAG als «Rahmen» der FINMA-Regulierung

aa. Regulierungsgrundsätze

[Rz 59] Die wichtigsten *Regulierungsgrundsätze* für die FINMA ergeben sich aus Art. 7 FINMAG¹⁷², und zwar in formeller und in materieller Hinsicht. Als *Rechtsquellen der Regulierung* werden Verordnungen einerseits¹⁷³ und Rundschreiben andererseits¹⁷⁴ explizit aufgeführt: «Die FINMA reguliert durch: a. Verordnungen, wo dies in der Finanzmarktgesetzgebung vorgesehen ist; und b. Rundschreiben über die Anwendung der Finanzmarktgesetzgebung». Weitere «Regularen», die in der Praxis vorkommen¹⁷⁵, werden nicht aufgeführt.

[Rz 60] Das *Verhältnismässigkeitsprinzip* erweist sich erneut als zentraler Massstab¹⁷⁶; insofern wird ersichtlich, dass in diesem regulatorischen Bereich die legislativen «Im Zweifel-Antworten» ebenfalls zur Anwendung gelangen¹⁷⁷, es liegt eine *Regulierungskompetenzreduktion* vor. Im Rahmen von Art. 7 Abs. 2 lit. d FINMAG sollen ausserdem die «internationalen Mindeststandards» bei den FINMA-Regulierungen zum Ausdruck gelangen¹⁷⁸. Die FINMA hat ausserdem die *Selbstregulierung* zu unterstützen (Art. 7 Abs. 3 FINMAG)¹⁷⁹.

bb. Ausführungsbestimmungen

[Rz 61] Die Hauptverantwortung zur Rechtssetzung betreffend *Ausführungsbestimmungen* liegt gemäss Art. 55 Abs. 1 FINMAG beim BR¹⁸⁰, doch kann er die FINMA zur Regulierung beziehen: «Er [sc. der BR] kann die FINMA ermächtigen, in Belangen von beschränkter Tragweite, namentlich in vorwiegend technischen Angelegenheiten, Ausführungsbestimmungen zu diesem Gesetz und zu den Finanzmarktgesetzen zu erlassen» (Art. 55 Abs. 2 FINMAG)¹⁸¹. Der Gesetzgeber beschloss den *Verzicht* auf eine «*allgemeine Ermächtigung*» der FINMA¹⁸².

[Rz 62] Dadurch soll die FINMA-Regulierung formell und ebenfalls materiell *hierarchisch untergeordnet*, also m.a.W. auf der tiefsten Regulierungsstufe lokalisiert sein: «Damit wird die Hierarchie der Ausführungsnormen gewährleistet, und es wird sichergestellt, dass die Regelungen der FINMA sich in die vom Bundesrat erlassenen Regelungen einfügen»¹⁸³.

¹⁷² Statt aller: KILGUS (FN 160), 830 ff.; NOBEL (FN 10), § 7 N 58 ff.

¹⁷³ Vgl. dazu hinten IV. A. 3. a) aa).

¹⁷⁴ Vgl. dazu hinten IV. A. 3. a) bb).

¹⁷⁵ Vgl. dazu hinten IV. A. 3. a) cc).

¹⁷⁶ Art. 7 Abs. 2 Satz 1 FINMAG: «Sie [sc. die FINMA] reguliert nur, soweit dies mit Blick auf die Aufsichtsziele nötig ist»; u.a. Aspekte der *Regulierungskosten* sowie der Auswirkungen auf die *Wettbewerbsfähigkeit* des Finanzplatzes Schweiz müssen berücksichtigt werden: Art. 7 Abs. 2 lit. a/lit. b FINMAG; zum Verhältnismässigkeitsprinzip: BALZLI/KERBER/ISLER (FN 83), 58; CHRISTOPH WINZELER, Das «Einfallstor» der Finanzmarktregulierung (...), ZSR 132 I (2013) 437–454, 446; DERS. (FN 49), N 68 ff. zu Art. 7 FINMAG.

¹⁷⁷ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 241.

¹⁷⁸ Dies setzt – aus Gründen der Gewaltenteilung – voraus, dass sich *internationale Aspekte* in die entsprechenden *Delegationsnormen* «auswirken»; generell: WINZELER (FN 49), N 78 zu Art. 7 FINMAG; KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 242 f.

¹⁷⁹ Vgl. dazu hinten IV. A. 3. b).

¹⁸⁰ URS KLÖTI/PATRICIA ADAMS, Basler Kommentar Börsengesetz/Finanzmarktaufsichtsgesetz (2. A. Basel 2011), N 1 ff. zu Art. 55 FINMAG.

¹⁸¹ Hierzu: KLÖTI/ADAMS (FN 180), N 7 f. zu Art. 55 FINMAG.

¹⁸² Botschaft zum Bundesgesetz über die Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (...) vom 1. Februar 2006: BBl 2006 2829, 2893.

¹⁸³ Botschaft zum FINMAG (FN 182): BBl 2006 2829, 2893.

[Rz 63] Die gesetzliche Ordnung zum Verhältnis von BR und FINMA kann *generalisiert* werden für die *gesamte Regulierung* der FINMA¹⁸⁴, darunter für deren Rechtsverordnungen¹⁸⁵. D.h. es liegt – ähnlich wie bei Art. 7 Abs. 2 FINMAG¹⁸⁶ – eine *Regulierungskompetenzreduktion* vor¹⁸⁷. Anders als bei den Regulierungsgrundsätzen gemäss Art. 7 FINMAG, ergeben sich hingegen aus Art. 55 Abs. 2 FINMAG inhaltliche Einschränkungen, die FINMA darf nur, aber immerhin, *primär* «*technische*» *Details von beschränkter Bedeutung* regulieren¹⁸⁸.

c. Realakte

[Rz 64] Nebst *Rechtsakten* (sc. Rechtssetzung und Rechtsanwendung) gibt es *Realakte*, bei denen es sich im Wesentlichen um Verwaltungsmassnahmen handelt, die funktional einem Verwaltungsträger zugerechnet werden und für Dritte wahrnehmbar sind¹⁸⁹; im Übrigen scheint fast alles im Zusammenhang mit solchen Realakten uneinheitlich und strittig zu sein¹⁹⁰. Realakte dürfen – unter rechtsstaatlichen Aspekten – *nicht im «luftleeren» Raum* erfolgen. M.a.W. müssen Tathandlungen der Verwaltung ebenfalls «*normativ angeleitet*» sein¹⁹¹.

[Rz 65] Eine abschliessende Aufzählung möglicher Realakte erscheint a priori unmöglich¹⁹². Immerhin werden in der Lehre und von der Praxis – als Beispiele – *Auskünfte* sowie *Warnungen bzw. Empfehlungen* als Realakte qualifiziert¹⁹³. Einmischungen bzw. Interventionen durch die Verwaltung mittels Empfehlungen o.Ä. haben in den letzten Jahren erheblich zugenommen¹⁹⁴, nicht zuletzt gegenüber der Wirtschaft.

[Rz 66] Die Doktrin hebt hervor, dass auch die Realakte *formell und materiell rechtmässig* sein müssen (z.B. betreffend sachliche, örtliche oder funktionelle Zuständigkeiten)¹⁹⁵. Betont wird ausserdem, dass *Rechtsschutz* gegenüber Realakten ebenfalls möglich sei, nämlich wenn «*mittelbar Rechte und Pflichten des Bürgers berührt*» sind¹⁹⁶, wobei der Betroffene basierend auf dem

¹⁸⁴ Dies wird u.a. daraus ersichtlich, dass nicht allein das FINMAG, sondern *sämtliche Finanzmarktgesetze* (BankG, VAG, KAG etc.) aufgeführt werden: Art. 55 Abs. 2 a.E. FINMAG i.V.m. Art. 1 Abs. 1 FINMAG; generell: WINZELER (FN 49), N 8 zu Art. 7 FINMAG; BÜHLER (FN 39), 28 (betreffend Positionspapiere der FINMA: a.a.O. 31).

¹⁸⁵ Gl.M.: THOMAS JUTZI/JANINE MÜLLER, Inländische Exchange Traded Funds (ETF), GesKR 2017, 418–440, 437.

¹⁸⁶ Vgl. dazu vorne IV. A. 1. b) aa).

¹⁸⁷ Die Marginalie lautet entsprechend «Ausführungsbestimmungen».

¹⁸⁸ Vgl. Botschaft zum FINMAG (FN 182); BBl 2006 2829, 2893 («*technische Bestimmungen von untergeordneter Bedeutung*»); der Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 26 ad FN 101/49 hält fest: «Im Vergleich zu den Bundesratsverordnungen ist ihr Gegenstand *technischer*»; vgl. NOBEL (FN 10), § 7 N 59: «Regulierung auf technischer Ebene»; KLÖTI/ADAMS (FN 180), N 8 zu Art. 55 FINMAG; BÜHLER (FN 39), 31.

¹⁸⁹ TSCHANNEN/ZIMMERLI/MÜLLER (FN 25), § 38 N 1 f.

¹⁹⁰ Als Überblick zur Thematik: TSCHANNEN/ZIMMERLI/MÜLLER (FN 25), § 28 N 26 a.E./§ 38; HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN (FN 98), N 847/N 1408 ff.

¹⁹¹ TSCHANNEN/ZIMMERLI/MÜLLER (FN 25), § 38 N 3; bei Realakten ist somit das *Legalitätsprinzip* zu beachten: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 238; PASCAL RÜEDI, Zeitungsartikel als Instrument der Finanzmarktaufsicht? Einordnung und Überprüfung eines Zeitungsartikels der FINMA zum US-Steuerprogramm, AJP 24 (2015) 77–85, 79 ad FN 20.

¹⁹² Kategorisierungen: TSCHANNEN/ZIMMERLI/MÜLLER (FN 25), § 38 N 7 f. m.w.H.

¹⁹³ Zu diesen Beispielen: TSCHANNEN/ZIMMERLI/MÜLLER (FN 25), § 38 N 11/N 12; dabei werden Warnungen bzw. Empfehlungen (als «*verfügungsvermeidende Realakte*») in aller Regel *generell-abstrakt* ausgestaltet: a.a.O. N 16; zudem: HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN (FN 98), N 1413 ff.

¹⁹⁴ Vgl. TSCHANNEN (FN 2), 163 f.

¹⁹⁵ TSCHANNEN/ZIMMERLI/MÜLLER (FN 25), § 38 N 19.

¹⁹⁶ TSCHANNEN/ZIMMERLI/MÜLLER (FN 25), § 38 N 21; nichts anderes kann gelten, wenn an Stelle einer natürlichen Person («*Bürger*») ein *Unternehmen betroffen* ist.

Verwaltungsverfahrensgesetz (VwVG)¹⁹⁷ eine Verfügung über den Realakt verlangen könne¹⁹⁸; dieser «Königsweg» erscheint jedoch für die Wirtschaftspraxis etwas blauäugig¹⁹⁹, spielt doch in diesem Zusammenhang die *Macht des Faktischen* meist die ausschlaggebende(re) Rolle²⁰⁰.

2. Zusätzliche Grundlagen

a. Richtlinien EFD

[Rz 67] Im Jahr 2005 publizierte das EFD – ohne gesetzliche Grundlage – die *Richtlinien EFD*²⁰¹, mit denen zum Finanzmarktrecht insbesondere «einheitliche Kriterien zur Evaluation von Regulierungsvorhaben» geschaffen werden sollten²⁰². Diese Richtlinien EFD, die als relativ offene Prinzipien zur Regulierung formuliert sind, stammen aus der Zeit *vor Erlass des FINMAG*, werden aber bundesverwaltungsintern nach wie vor angewendet²⁰³.

[Rz 68] Die Richtlinien EFD umfassen *zehn Grundsätze*, von denen die ersten fünf die «Auswirkungen der Regulierung»²⁰⁴ und die zweiten fünf den «Prozess der Regulierung»²⁰⁵ betreffen. Die Richtlinien EFD betonen in erster Linie das *Verhältnismässigkeitsprinzip* (z.B. Grundsatz 1: «Kostenfolgen»; Grundsatz 2: «Sie verfolgen eine verhältnismässige, kostengünstige und differenzierte Regulierung»; Grundsatz 6: «alternative Massnahmen»); insofern besteht *kein Widerspruch* zur aktuellen Rechtslage gemäss Art. 7 FINMAG²⁰⁶.

b. Leitlinien FINMA

[Rz 69] Die FINMA hat zur Umsetzung der legislativen Regulierungsgrundsätze gemäss Art. 7 FINMAG, in Rücksprache mit dem EFD, «Leitlinien» zu erlassen (Art. 7 Abs. 5 FINMAG)²⁰⁷. Die

¹⁹⁷ Bundesgesetz über das Verwaltungsverfahren vom 20. Dezember 1968 (Verwaltungsverfahrensgesetz, VwVG; SR 172.021).

¹⁹⁸ Art. 25a VwVG: «¹Wer ein schutzwürdiges Interesse hat, kann von der Behörde, die für Handlungen zuständig ist, welche sich auf öffentliches Recht des Bundes stützen und Rechte oder Pflichten berühren, verlangen, dass sie: a. widerrechtliche Handlungen unterlässt, einstellt oder widerruft; b. die Folgen widerrechtlicher Handlungen beseitigt; c. die Widerrechtlichkeit von Handlungen feststellt. ²Die Behörde entscheidet durch Verfügung»; vgl. HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN (FN 98), N 1429 ff.

¹⁹⁹ Unbesehen dessen bestehen *Rechtsschutzdefizite* bei Realakten: HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN (FN 98), N 1425 ff.

²⁰⁰ Das Vorgehen gemäss Art. 25a VwVG kann von Unternehmungen regelmässig nicht gewählt werden, auf der einen Seite aus *Zeitgründen* und auf der anderen Seite wegen *Befürchtungen*, es sich mit der in Frage stehenden Aufsichtsbehörde für die Zukunft zu «verscherzen»; allg.: RÜEDI (FN 191), 85.

²⁰¹ Richtlinien für Finanzmarktregulierung vom September 2005.

²⁰² Richtlinien EFD (FN 201), 2/8 (BR HANS-RUDOLF MERZ); vgl. WEBER (FN 126), 578 f.

²⁰³ Die legislativen Ambitionen des EFD sind gross, sollen doch diese Richtlinien «auf alle Finanzmarktregulierungen (Gesetze, Verordnungen, Rundschreiben etc.) Anwendung finden»: Richtlinien EFD (FN 201), 4/8; insofern spielen sie auch eine wichtige Rolle für die FINMA-Regulierung; Art. 7 FINMAG stellt die «Konkretisierung und Gesetzwerdung» der Richtlinie EFD dar: KILGUS (FN 160), 830 ad FN 35.

²⁰⁴ Richtlinien EFD (FN 201), 5 f./8.

²⁰⁵ Richtlinien EFD (FN 201), 6 f./8.

²⁰⁶ Vgl. dazu vorne IV. A. 1. b) aa).

²⁰⁷ Leitlinien FINMA (FN 160), Rz. 4; vgl. WEBER (FN 153), 458; PASCAL ZYSSET, Selbstregulierung im Finanzmarktrecht – Grundlagen, verwaltungsrechtliche Qualifikationen und rechtsstaatlicher Rahmen (Diss. Bern 2017), N 96 ff.; in der Regulierungspraxis noch bedeutsamer erscheint ein *FINMA-internes «Handbuch»* zur Finanzmarktregulierung: Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 26/49; vgl. SABINE KILGUS, Expertengutachten betreffend die Regulierungs- und Kommunikationstätigkeit der FINMA vom 4. August 2014, Rz. 93 und Rz. 123.

aktuellen *Leitlinien FINMA*²⁰⁸ stammen aus dem Jahr 2013²⁰⁹, und die FINMA betont als Zielsetzung, dass die «Gedanken dieser Leitlinie auch in der Selbstregulierung und im internationalen Standardsetzungsprozess» gefördert werden sollen, notabene zusammen mit «nationalen Interessengruppen» und in «internationalen Organisationen»²¹⁰.

[Rz 70] Für die FINMA-Regulierung spielt erneut das *Verhältnismässigkeitsprinzip* eine zentrale Rolle: «Bevor die FINMA reguliert, verschafft sie sich Klarheit über die Problemstellung sowie die Ziele und Dringlichkeit. Sie prüft, ob ein Problem auch durch alternative Massnahmen (z.B. Abwarten, Anreize, Einzelfallentscheide, FAQs, Selbstregulierung) sachgerecht gelöst werden kann, oder ob (...) eine Regulierung notwendig ist»²¹¹.

[Rz 71] Bei den Leitlinien FINMA geht es im Übrigen auf der einen Seite um den finanzmarktrechtlichen «Regulierungsprozess»²¹², in dessen Rahmen – als Beispiele – Abklärungen der FINMA zur Auslösung solcher Regulierungsprozesse (Rz. 6.), Handlungsspielräume (Rz. 7.), Folgenabschätzungen durch die FINMA (Rz. 8.), die Zusammenarbeit mit dem EFD (Rz. 11.), der Einbezug der Betroffenen (Rz. 12.) sowie Transparenz (Rz. 14.) erwähnt werden. Auf der anderen Seite wird die Bedeutung der «Selbstregulierung»²¹³ betont.

c. Strategie FINMA

[Rz 72] Der Verwaltungsrat (VR) der FINMA legt, im Rahmen der gesetzlichen Aufgaben, *strategische Ziele* für die mittel- und langfristige Orientierung der Aufsichts- und Regulierungstätigkeiten fest (Art. 9 Abs. 1 FINMAG). Die aktuelle *Strategie FINMA*²¹⁴ betrifft die Jahre 2017 – 2020 und wurde im Jahr 2016 publiziert²¹⁵. Die FINMA macht im strategischen Zusammenhang geltend, sie habe aufgrund ihrer institutionellen Unabhängigkeit einen «Handlungsspielraum, eigene Schwerpunkte zu setzen»²¹⁶; dass mit einem autonomen Ermessen ein dynamisches Eigenleben²¹⁷ verbunden sein könnte, dürfte naheliegend sein.

[Rz 73] Die FINMA hat sich mit der Strategie FINMA im Wesentlichen *sieben Ziele* gesetzt²¹⁸, nämlich beispielsweise eine starke Kapitalisierung von Banken und von Versicherungen (Ziel 1), eine Entschärfung des TBTF-Problems mittels funktionsfähigen Notfallplänen (Ziel 3) oder

²⁰⁸ Vgl. FN 160.

²⁰⁹ Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 25/49; Übersicht: WEBER (FN 126), 579.

²¹⁰ Leitlinien FINMA (FN 160), Rz. 4.

²¹¹ Leitlinien FINMA (FN 160), Rz. 7; die Massgeblichkeit des Verhältnismässigkeitsprinzips wird bei der Regulierung als solcher erneut ersichtlich: «Erwägt die FINMA, selbst zu regulieren, klärt sie das geplante Vorgehen, den Zeitbedarf, die nötigen Ressourcen und die Zuständigkeiten ab. Über geplante und hängige Regulierungsvorhaben informiert sie frühzeitig und regelmässig» (a.a.O. Rz. 10.).

²¹² Leitlinien FINMA (FN 160), Rz. 5. ff.

²¹³ Leitlinien FINMA (FN 160), Rz. 18. ff.; vgl. ZYSSET (FN 207), N 97 ff.

²¹⁴ Strategische Ziele 2017 bis 2020 der FINMA vom 16. November 2016.

²¹⁵ Zu früheren Strategien: WEBER (FN 126), 579 f.

²¹⁶ Strategie FINMA (FN 214), 2/14 (Hervorhebung hinzugefügt); diese strategischen Ziele sind zwar vom BR, jedoch nicht vom Bundesparlament zu genehmigen: Art. 9 Abs. 1 lit. a FINMAG.

²¹⁷ Vgl. dazu vorne II. A.

²¹⁸ Übersicht: Strategie FINMA (FN 214), 6 ff./14.

die Ermöglichung innovativer Geschäftsmodelle, indem u.a. «unnötige wettbewerbsbehindernde Regulierungshürden abgebaut» werden (Ziel 5)²¹⁹.

[Rz 74] Nebst Ziel 5 besteht mit Ziel 6 eine spezifische Zielsetzung der FINMA in Bezug auf die *Finanzmarktregulierung*: «Die FINMA misst (...) der *Proportionalität* der Finanzmarktregulierung eine hohe Bedeutung bei»²²⁰. Traditionellerweise verfolgt die FINMA eine sog. prinzipienbasierte Regulierung²²¹: «Die FINMA ist von den *Vorzügen des prinzipienbasierten Ansatzes* überzeugt und setzt sich in den internationalen Gremien für dessen Beachtung ein»²²². Mit diesen und mit weiteren Äusserungen in der Strategie FINMA wird somit – erneut – das *Verhältnismässigkeitsprinzip* hervorgehoben²²³.

3. Rechtsquellen

a. Übersicht

aa. Rechtsverordnungen

[Rz 75] Unter «Verordnungen» bzw. – in Abgrenzung von den Verwaltungsverordnungen²²⁴ – unter *Rechtsverordnungen* werden «generell-abstrakte Rechtsnormen [verstanden], die in einer anderen Form als derjenigen der Verfassung oder des Gesetzes erlassen werden»²²⁵. Zwar dominieren die Rechtsverordnungen des BR, doch *anderen Behörden* (Beispiel: FINMA)²²⁶ kann v.a. legislativ ebenfalls eine Erlasskompetenz eingeräumt werden²²⁷.

[Rz 76] Die *Bundesverfassungskonformität* von Bundesgesetzen ist mangels Verfassungsgerichtsbarkeit auf Bundesebene nicht überprüfbar (Art. 190 BV)²²⁸. Anders sieht es hingegen auf den tieferen Hierarchiestufen aus, für die Art. 190 BV keine Anwendbarkeit findet. Die *unselbständigen Rechtsverordnungen* können akzessorisch auf ihre Bundesverfassungskonformität hin kontrolliert werden²²⁹, wobei eine langjährige «Formel» angewendet wird:

[Rz 77] «Bei unselbständigen Verordnungen, die sich auf eine gesetzliche Delegation stützen, prüft es [sc. das Bundesgericht], ob sich der Bundesrat an die Grenzen der ihm im Gesetz ein-

²¹⁹ Diese Zielsetzung, aufgrund derer etwa «geeignete Bewilligungskategorien für innovative Finanzdienstleister» geschaffen werden sollen (Strategie FINMA [FN 214], 10/14), ist am besten vor dem Hintergrund der *Digitalisierung der Finanzindustrie* («Kryptowährungen» etc.) zu verstehen.

²²⁰ Strategie FINMA (FN 214), 11/14 (Hervorhebung hinzugefügt).

²²¹ Hinweise: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 138 FN 457; zudem: SENN (FN 17), 259.

²²² Strategie FINMA (FN 214), 11/14 (Hervorhebung hinzugefügt).

²²³ Nicht ignoriert werden sollte in diesem Zusammenhang allerdings das *Rechtsstaatsrisiko* (Stichworte: Rechtssicherheit sowie Gewaltenteilung), also dass gerade durch eine solche prinzipienbasierte Finanzmarktregulierung eine nicht unerhebliche «Schwammigkeit» der Regulierung entsteht, die fast unweigerlich zu einem «*Machttransfer*» führen muss, einerseits innerhalb der Rechtssetzung (von der Gesetzgebung zur Ordnungsgebung) und andererseits von der Rechtssetzung zur Rechtsanwendung.

²²⁴ Zu den *Verwaltungsverordnungen*: HÄFELIN/HALLER/KELLER/THURNHERR (FN 20), N 1854; TSCHAN-
NEN/ZIMMERLI/MÜLLER (FN 25), § 41 N 11 ff.; HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN (FN 98), N 81 ff.; KUNZ, Finanzmarkt-
regulierung (FN 5), N 88 m.w.H.

²²⁵ HÄFELIN/HALLER/KELLER/THURNHERR (FN 20), N 1849.

²²⁶ Vgl. dazu hinten IV. B. 1. b); die *Verordnungen* der FINMA werden durch deren VR erlassen: Art. 9 Abs. 1 lit. c FIN-
MAG.

²²⁷ Vgl. dazu vorne III. D. 2. a).

²²⁸ Vgl. dazu vorne III. D. 1.

²²⁹ Im Detail: TSCHAN-
NEN (FN 18), § 8 N 13 ff. m.w.H. (bis anhin wurden ausschliesslich Verordnungen des BR über-
prüft: aa.O. N 16).

geräumten Befugnisse gehalten hat. Soweit das Gesetz den Bundesrat nicht ermächtigt, von der Verfassung abzuweichen, befindet das Gericht auch über die *Verfassungsmässigkeit* der *unselbständigen Verordnung*. Wird dem Bundesrat durch die gesetzliche Delegation ein sehr weites Ermessensspielraum für die Regelung auf Verordnungsstufe eingeräumt, so ist dieser *Spielraum* (...) für das Bundesgericht *verbindlich* (...)»²³⁰. M.a.W. sind solche Rechtsverordnungen nur, aber immerhin, unter bestimmten Voraussetzungen *überprüfbar*.

[Rz 78] Sollte die Bundesverfassungswidrigkeit also im Bundesgesetz «vorgegeben» sein, bleibt sie für die Rechtsverordnung folgenlos²³¹. Nebst der Bundesverfassungskonformität kann die *Bundesgesetzeskonformität* von Verordnungen überprüft werden, notabene ohne Einschränkungen. Es kommt immer wieder vor, dass der BR oder andere Behörden bei ihren Rechtssetzungen die *gesetzliche Delegationsnorm verletzen*, was gerügt werden darf.

[Rz 79] Dass die *Rechtsverordnungen* eine bzw. sogar die zentrale Rechtsquelle der Regulierung der FINMA darstellt, ergibt sich explizit aus Art. 7 Abs. 1 lit. a FINMAG: «Die FINMA reguliert durch (...) Verordnungen, wo dies in der Finanzmarktgesetzgebung vorgesehen ist (...)»²³²; in diesem Zusammenhang sind diverse Regulierungsgrundsätze²³³ beachtlich. Die FINMA ist insbesondere an sämtliche *rechtsstaatlichen Grundsätze* gebunden²³⁴.

bb. Rundschreiben

aaa) Rechtsgrundlage

[Rz 80] Als zweite Rechtsquelle der Regulierung der FINMA werden ausdrücklich die *Rundschreiben* erwähnt: «Die FINMA reguliert durch (...) Rundschreiben über die Anwendung der Finanzmarktgesetzgebung» (Art. 7 Abs. 1 lit. b FINMAG)²³⁵; in diesem Zusammenhang sind von der FINMA – wie bei den Rechtsverordnungen – die Regulierungsgrundsätze²³⁶ zu berücksichtigen, darunter u.a. das Verhältnismässigkeitsprinzip (Art. 7 Abs. 2 FINMAG)²³⁷. In Bezug auf ihre Rundschreiben hält die FINMA fest:

[Rz 81] «In Rundschreiben gibt sie [sc. die FINMA] bekannt, wie sie unbestimmte Rechtsbegriffe mit Blick auf ein bestimmtes Thema anzuwenden gedenkt (Art. 7 Abs. 1 FINMAG). Diese Rundschreiben binden die FINMA. Sie *binden* die Beaufsichtigten *nicht unmittelbar*. Die FINMA wird aber direkt gestützt auf das anwendbare Finanzmarktgesetz eine Verfügung im Einzelfall im Sinne des Rundschreibens erlassen, wenn ein Beaufsichtigter dessen Vorschriften nicht einhält»²³⁸;

²³⁰ BGE 136 II 346, 348 Erw. 5.1. (Hervorhebungen hinzugefügt).

²³¹ TSCHANNEN (FN 18), § 8 N 13.

²³² Hierzu: Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 26/49.

²³³ Vgl. dazu vorne IV. A. 1. b) aa).

²³⁴ WINZELER (FN 49), N 3 zu Art. 7 FINMAG; in der Praxis ergeben sich gelegentlich Streitfälle zu Rechtsverordnungen der FINMA: vgl. dazu hinten IV. B. 1. b).

²³⁵ Hierzu: Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 27 f./49; der VR der FINMA beschliesst die *Rundschreiben*: Art. 9 Abs. 1 lit. c FINMAG; statt aller: ZYSSET (FN 207), N 85 ff.

²³⁶ Vgl. dazu vorne IV. A. 1. b) aa).

²³⁷ Allg.: KILGUS (FN 160), 830; BALZLI/KERBER/ISLER (FN 83), 44 sowie 58.

²³⁸ Leitlinien FINMA (FN 160), Rz. 2 (Hervorhebungen hinzugefügt); vgl. ZYSSET (FN 207), N 87.

die darin verwendete Begrifflichkeit «binden (...) nicht unmittelbar» legt eine zumindest *mittelbare Bindung* durch die Rundschreiben nahe²³⁹.

[Rz 82] Die Rundschreiben der FINMA sind generell-abstrakt ausgestaltet²⁴⁰, als Bestandteil ihrer Regulierung. Die h.L. geht davon aus, dass es sich um *Verwaltungsverordnungen* handelt²⁴¹, weil sie im Vergleich zu den Rechtsverordnungen einen «minderen Geltungsanspruch» haben²⁴²; Verwaltungsverordnungen können «ohne weitere Grundlage in Gesetz oder Verordnung» erlassen werden²⁴³. Je nach konkretem Inhalt eines Rundschreibens – v.a. bei Ausgestaltung als generell-abstrakte Empfehlungen – kann es sich ebenso um einen *Realakt* handeln²⁴⁴. Die Rundschreiben gehören jedoch im Rahmen von Art. 7 FINMAG – konzeptionell – zur *Rechtssetzung* bzw. zur Regulierung der FINMA²⁴⁵.

[Rz 83] Unbesehen der verwaltungsrechtlichen Rechtsqualifikation von FINMA-Rundschreiben ergeben sich Rechtsprobleme hinsichtlich der *Grundrechte* der davon beispielsweise betroffenen Finanzintermediäre: «Die RS der FINMA stellen – im Rahmen von Art. 36 Abs. 1 Satz 1 BV – keine ausreichende Gesetzesgrundlage zur Einschränkung von Grundrechten dar. Die RS als Verwaltungsverordnungen sind generell demokratisch nicht legitimiert»²⁴⁶. Unbesehen dessen werden die *Rundschreiben in der Praxis befolgt*.

bbb) Macht des Faktischen

[Rz 84] Bei einer realistischen Betrachtung kann nicht ernstlich bezweifelt werden, dass die FINMA *bewusst Zwang ausübt* mittels Rundschreiben, wobei ihre Motive allenfalls ehrenvoll sein mögen. Der Umstand, dass diese Rundschreiben «nur» behördenverbindlich, aber nicht rechts- bzw. allgemeinverbindlich sind bzw. sein sollen²⁴⁷, verblasst gegenüber der Macht des Faktischen, die

²³⁹ Motto: «Und bist Du nicht willig, so gebrauche ich hoheitlichen Zwang»; nichts anderes ergibt sich aus der so gleich an diese Aussage von der FINMA angefügte «Verfügungsandrohung»; daran ändert auch der Umstand nichts, dass der BR erklärte: «Die Rundschreiben haben nicht den Charakter eines Rechtserlasses» (Botschaft zum FINMAG (FN 182): BBl 2006 2829, 2861).

²⁴⁰ Dies steht in Widerspruch zur Intention des BR (vgl. Botschaft zum FINMAG (FN 182): BBl 2006 2829, 2861 ad FN 38); vgl. WINZELER (FN 49), N 19 zu Art. 7 FINMAG; DERS. (FN 176), 445.

²⁴¹ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 229; ZYSSET (FN 207), N 86; BÜHLER (FN 39), 27; ISELI (FN 36), Rz. 2; generell: TSCHANNEN/ZIMMERLI/MÜLLER (FN 25), § 41 N 11 ff.; HÄPELIN/MÜLLER/UHLMANN (FN 98), N 81 ff.; ebenso: Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 27/49; nunmehr: BGE 141 II 103, 108 Erw. 3.5.

²⁴² WINZELER (FN 49), N 19 zu Art. 7 FINMAG; es handle sich bei den Rundschreiben der FINMA sozusagen nur, aber immerhin, um «Soft law» (a.a.O.).

²⁴³ WINZELER (FN 49), N 19 a.A. zu Art. 7 FINMAG.

²⁴⁴ Vgl. dazu vorne IV. A. 1. c); die Rundschreiben enthalten nämlich regelmässig «mehr oder minder präzise Verhaltensempfehlungen»: WINZELER (FN 49), N 19 a.E. zu Art. 7 FINMAG.

²⁴⁵ Dies ergibt sich aus dem *klaren Gesetzeswortlaut* z.B. in Art. 7 Abs. 1 FINMAG («reguliert»); vgl. Richtlinien EFD (FN 201), 4/8; zudem: NOBEL (FN 10), § 7 N 60 («Regelwerke») und N 61 («Erlasse»); ZULAUF/EGGEN (FN 4), 16; KAUFMANN/GÖTZE (FN 32), N 278; nichtsdestotrotz scheint die Einordnung *umstritten* (Beispiel: KILGUS [FN 207], Rz. 41 a.E. m.w.H.); eine «Verwischung von Rechtssetzung und Rechtsanwendung» entsteht: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 229; die Rundschreiben der FINMA unterstehen vor diesem Hintergrund dem *Legalitätsprinzip* und brauchen jeweils eine materielle Grundlage im Gesetz: WINZELER (FN 176), 445.

²⁴⁶ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 231 (Hervorhebung im Original).

²⁴⁷ Zur «Aussenwirkung»: TSCHANNEN/ZIMMERLI/MÜLLER (FN 25), § 41 N 16 a.E.

realiter keinen Widerspruch gegen die FINMA zulässt²⁴⁸. Die Rundschreiben finden daher *regulationsadäquate Beachtung* in der Wirtschaftsrealität²⁴⁹.

[Rz 85] Diese Macht des Faktischen führt zu einer *de facto Befolgungspflicht* von Rundschreiben für die Finanzbranche bzw. die Finanzintermediäre²⁵⁰. Selbst die Expertengruppe BRUNETTI, in der auch die FINMA eine Vertretung hatte, räumte diesen Umstand im Jahr 2014 ein. Ihr Schlussbericht hielt nämlich freimütig fest, dass die «Rundschreiben [der FINMA] zwar formaljuristisch lediglich eine Interpretation der gesetzlichen Grundlagen durch die Aufsichtsbehörden darstellen, sie *faktisch jedoch normativen Charakter* aufweisen»²⁵¹.

cc. Offizielle «Regularien»

[Rz 86] Der FINMA-Regulierung kommt keine Autonomie zu, sie ist immer «abgeleitet» und es bestehen *ausschliesslich zwei* Rechtsquellen²⁵²: die Rechtsverordnungen sowie die Rundschreiben. D.h. die Aufzählung in Art. 7 Abs. 1 FINMAG erweist sich als abschliessend²⁵³, was die eigentlichen Rechtsquellen anbelangt. In der Praxis der FINMA gelangen allerdings zahlreiche weitere *offizielle «Regularien»* zur Anwendung²⁵⁴.

[Rz 87] Tatsächlich spielen heute in der Wirtschaftsrealität die entsprechenden «Regularien», die als hybride Formen der Finanzmarktregulierung bezeichnet werden²⁵⁵, *faktisch* sogar eine *kaum weniger wichtige Rolle* als die Rechtsverordnungen sowie die Rundschreiben der FINMA²⁵⁶, obwohl es jeweils an einer Rechtsgrundlage fehlt für solche offiziellen Regulierungsinstrumente²⁵⁷; erwähnt werden können – als Beispiele²⁵⁸ – die sog. Aufsichtsmittelungen der FINMA²⁵⁹, die «Positionspapiere», die FAQ-Listen («Frequently Asked Questions») oder informelle Kundgaben (z.B. Gastkommentare in Medien)²⁶⁰.

248 Private können die Verletzung von Verwaltungsverordnungen ohnehin nicht geltend machen: HÄFELIN/MÜLLER/UHLMANN (FN 98), N 87.

249 Statt vieler: ISELI (FN 36), Rz. 2 («direkte Folgen»); die Ausführungen in den Rundschreiben werden in der Wirtschaftsrealität regelmässig *wie Rechtssätze* behandelt (z.B. in der Compliance Praxis); zur Thematik der Rechtsgrundlage bei faktischem Druck: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 237 a.E. dies erscheint rechtsstaatlich umso bedenklicher, wenn die FINMA sich zu (Rechts-)Fragen äussert, für die sie schlicht *nicht zuständig* ist: vgl. dazu hinten IV. B. 2.

250 Ähnlich: BÜHLER (FN 24), 475.

251 Expertengruppe zur Weiterentwicklung der Finanzmarktstrategie – Schlussbericht vom 1. Dezember 2014: Anhang 1 («Regulierungsprozess und Regulierungsumsetzung»), 11/24.

252 Vgl. dazu vorne IV. A. 1. b) aa).

253 KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 233 a.E.; gl.M.: WINZELER (FN 176), 444; damit soll sichergestellt werden, «dass der FINMA ein ausreichender, aber auch nicht zu weit gehender Handlungsspielraum bei ihrer Regulierung zur Verfügung steht»: Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 3/49; a.M. zur abschliessenden Aufzählung der Rechtsquellen: BÜHLER (FN 39), 30.

254 BÜHLER (FN 39), 26 spricht von einem eigentlichen «Gestrüpp» der Regulierung.

255 In diesem Sinn: BÜHLER (FN 39), 26.

256 ZYSSET (FN 207), N 104 ff.

257 Meist dürfte es sich um *Realakte* der FINMA handeln: vgl. dazu vorne IV. A. 1. c).

258 Hinweise: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 233 ff.; zudem: Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 35 ff./49.

259 Vgl. Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 35 f./49.

260 Für Aufsehen gesorgt hat im Jahr 2013 ein *Gastkommentar* des früheren Direktors der FINMA zum «U.S. Steuerstreit», PATRICK RAAFLAUB, Entscheidende Phase für Schweizer Banken, NZZ Nr. 278 (2013) 21; kritisch: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 237 f.; detailliert: RÜEDI (FN 191), 77 ff.

[Rz 88] Diese offiziösen «Regularien» der FINMA-Regulierung sind zwar effektiv, allerdings *rechtsstaatlich zweifelhaft*, insbesondere infolge der fehlenden Rechtsgrundlage²⁶¹. Unstrittig dürfte sein, dass solche «Regularien» *de iure* «nicht aus sich heraus regulatorische Verbindlichkeit beanspruchen» können²⁶². Ebenso unstrittig dürfte hingegen sein, dass die Macht des Faktischen *de facto* zu ihrer Berücksichtigung in der Praxis führen (kann)²⁶³.

b. Selbstregulierung

[Rz 89] Die sog. *Selbstregulierung* ist für das Wirtschaftsrecht im Allgemeinen²⁶⁴ sowie für die Finanzmarktregulierung im Besonderen²⁶⁵ von herausragender Bedeutung²⁶⁶. Bei Selbstregulierungen geht es, etwas trivialisiert²⁶⁷, um *nicht-hoheitliche «Rechtssetzungen»* durch private Selbstregulatoren²⁶⁸. Während der Staat bei der echten Selbstregulierung überhaupt kein Mitspracherecht o.Ä. hat, nimmt er bei der *unechten* Selbstregulierung *hoheitlichen Einfluss* (z.B. durch behördliche Genehmigung der Selbstregulierung) wahr²⁶⁹.

[Rz 90] In der Praxis der Finanzbranche übt die FINMA heutzutage einen *intensiven Einfluss* auf die finanzmarktrechtliche Selbstregulierung (und auf deren Entwicklungen) aus²⁷⁰. Die zentrale Bedeutung ergibt sich bereits aus dem Gesetz: «Sie [sc. FINMA] unterstützt die Selbstregulierung und kann diese im Rahmen ihrer Aufsichtsbefugnisse als Mindeststandards anerkennen und durchsetzen» (Art. 7 Abs. 3 FINMAG); die FINMA beschäftigt sich im Übrigen ausführlich auch in den *Leitlinien FINMA* mit der Thematik der Selbstregulierung²⁷¹.

[Rz 91] Die *Anerkennung als Mindeststandard* gemäss Art. 7 Abs. 3 a.E. FINMAG basiert auf einem Rundschreiben der FINMA²⁷². Es handelt sich im Wesentlichen um eine «*Allgemeinverbindlichkeitserklärung*», so dass die entsprechenden Selbstregulierungen für Nichtmitglieder des Selbstregulators ebenfalls massgeblich sind²⁷³. Umstritten ist, ob infolge einer Anerkennung als Mindest-

²⁶¹ In diesem Sinn: MONSCH/VON DER CRONE (FN 83), 654.

²⁶² WINZELER (FN 176), 444.

²⁶³ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 237 a.E.; rechtsstaatlich fragwürdig erscheinen v.a. die *Aufsichtsmittelungen*: vgl. dazu hinten IV. B. 3.

²⁶⁴ Statt vieler: PETER V. KUNZ, Corporate Governance – Tendenz von der Selbstregulierung zur Regulierung, in: FS für P. Böckli (Zürich 2006) 471–496, 477 f.; allg.: Selbstregulierung im Schweizer Finanzsektor – «EBK-Bericht Selbstregulierung» – vom Juli 2007, 19/23.

²⁶⁵ Vgl. Urs ZULAUF, Koregulierung statt Selbstregulierung, in: Jusletter 4. November 2013, Rz. 2; KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 151 ff.; WINZELER (FN 49), N 79 ff. zu Art. 7 FINMAG; THOMAS JUTZI, Anerkannte Mindeststandards (...) der Finanzmarkt(selbst)regulierung, in: Berner Gedanken zum Recht, FG zum Schweizerischen Juristentag 2014 (Bern 2014) 197–215, 197 ff.

²⁶⁶ EBK-Bericht Selbstregulierung (FN 264), 20 ff./23; generell: TAISCH (FN 4), Kapitel 1 N 58; ZYSSET (FN 207), N 294 ff.

²⁶⁷ Hinweise: KUNZ (FN 264), 476 f. m.w.H.

²⁶⁸ ZYSSET (FN 207), N 189 ff.; WINZELER (FN 49), N 81 zu Art. 7 FINMAG; KUNZ (FN 264), 483 ff.; zudem: EBK-Bericht Selbstregulierung (FN 264), 7 ff./23.

²⁶⁹ Zur Abgrenzung zwischen der echten sowie der unechten Selbstregulierung: ZYSSET (FN 207), N 373 ff.; ZULAUF (FN 265), Rz. 16 ff.; JUTZI (FN 265), 201 ff.

²⁷⁰ ZULAUF (FN 265), Rz. 51 ff.

²⁷¹ Vgl. dazu vorne IV. A. 2. b); im Detail: Leitlinien FINMA (FN 160), Rz. 18 ff.

²⁷² Rundschreiben 2008/10–Selbstregulierung als Mindeststandard vom 20. November 2008; zur Thematik: WINZELER (FN 49), N 82 zu Art. 7 FINMAG; JUTZI (FN 265), *passim*; ZYSSET (FN 207), N 411 ff.

²⁷³ EBK-Bericht Selbstregulierung (FN 264), 10/23.

standard eine *Regulierung* statt einer Selbstregulierung vorliege²⁷⁴, wobei rechtsstaatliche Mängel beim «Rechtssetzungsprozess» unbestreitbar sind bzw. wären²⁷⁵.

[Rz 92] Generell ist festzuhalten, dass die *rechtsstaatlichen Grundsätze* ebenfalls im Zusammenhang mit der unechten, durch die FINMA «gesteuerten» Selbstregulierung beachtet werden müssen²⁷⁶. Dies gilt insbesondere für das *Verhältnismässigkeitsprinzip* einerseits sowie für das *Legalitätsprinzip* andererseits. Teils spricht sich die Doktrin dafür aus, dass Art. 7 Abs. 4 FINMAG, womit die FINMA zu rechtsstaatlicher Transparenz sowie zu Partizipation verpflichtet wird²⁷⁷, auch betreffend «Erläss» von Selbstregulierungen beachtet wird²⁷⁸.

c. Bundesrätliche Einschätzungen

[Rz 93] Zahlreiche politische Vorstösse verlangten vor einigen Jahren eine *externe und unabhängige Beurteilung* der FINMA und ihrer Regulierungs- und Aufsichtstätigkeiten²⁷⁹. Im Jahr 2014 wurde in diesem Zusammenhang der *Bericht BR re FINMA 2014*²⁸⁰ publiziert, der im Wesentlichen auf einem Privatgutachten basierte²⁸¹. Die Regulierung der FINMA wurde vom BR im Allgemeinen als – zumindest – «materiell gerechtfertigt» betrachtet²⁸². Fast schon als «*carte blanche*» für die FINMA hielt der BR zusammenfassend fest:

[Rz 94] «Was die Einhaltung der Regulierungsgrundsätze durch die FINMA betrifft, so erachtet der Bundesrat den *Vorwurf*, die FINMA sei einem Regulierungseifer verfallen und reguliere insofern nicht verhältnismässig, [als] *unbegründet*. (...) Die von der Branche zuweilen geäusserte Besorgnis, dass Verordnungen und Rundschreiben der FINMA durch das übergeordnete Gesetzes- oder Ordnungsrecht *nicht gedeckt* sind, hat sich nur vereinzelt bestätigt. Die kritisierten Regelungen der FINMA waren jedoch [sic!] *materiell gerechtfertigt* (...)»²⁸³. Unbesehen dessen formulierte der BR eine Empfehlung 6 zuhanden der Behörde:

[Rz 95] «Der Bundesrat empfiehlt der FINMA, mit geeigneten Massnahmen sicherzustellen, dass Verordnungen und Rundschreiben eine genügende rechtliche Grundlage im übergeordneten Gesetzes- oder Ordnungsrecht haben»²⁸⁴. Damit wird im Prinzip die rechtsstaatliche Selbstverständlichkeit der *Rechtmässigkeit* formuliert, notabene als *Appell ans Legalitätsprinzip*. Was «ge-

²⁷⁴ Zur Diskussion: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 257 ff. m.w.H.

²⁷⁵ JUTZI (FN 265), 214 f. erachtet solche Selbstregulierungen als *objektives Recht* (a.M.: KUNZ, Finanzmarktregulierung [FN 5], N 257 sowie N 259), hält jedoch fest, dass ein rechtspolitischer Handlungsbedarf besteht, weil bei der Anerkennung «nicht die üblichen Grundsätze rechtsstaatlichen Handelns» erfüllt werden (JUTZI, a.a.O. 214).

²⁷⁶ Detailliert: ZYSSET (FN 207), N 548 ff. m.w.H.

²⁷⁷ Art. 7 Abs. 4 FINMAG: «Sie [sc. die FINMA] sorgt für einen transparenten Regulierungsprozess und eine angemessene Beteiligung der Betroffenen».

²⁷⁸ Hinweise: ZYSSET (FN 207), N 704 ff.

²⁷⁹ Zu den politischen Vorstössen: Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 2/49.

²⁸⁰ Vgl. FN 156.

²⁸¹ Konkret: KILGUS (FN 207), *passim*; die Gutachterin selber war vorgängig ein langjähriges Mitglied des VR der FINMA.

²⁸² Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 3/49.

²⁸³ Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 3/49 (Hervorhebungen hinzugefügt).

²⁸⁴ Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 47/49; zur Begründung: a.a.O. 33/49.

eignete Massnahmen» sind bzw. sein könnten, bleibt ebenso offen wie die Frage, ob bzw. wie die FINMA diese bundesrätliche «Empfehlung» umsetzt²⁸⁵.

B. Praxis

1. Rechtsverordnungen

a. Überprüfbarkeit(en) und «Korrekturen»

[Rz 96] Die *Rechtsverordnungen der FINMA* enthalten generell-abstrakte Normen²⁸⁶ und gelten als für jedermann rechtsverbindlich. Diese Behördenverordnungen, basierend²⁸⁷ entweder auf finanzmarktrechtlichen Bundesgesetzen oder auf bundesrätlichen Delegationsnormen, sind rechtlich überprüfbar²⁸⁸, und zwar auf ihre *Bundesgesetzeskonformität* sowie auf ihre *Bundesverfassungskonformität*. Der Bundesrat empfahl zudem der FINMA sicherzustellen, dass ihre Rechtsverordnungen eine «genügende rechtliche Grundlage (...) haben»²⁸⁹.

[Rz 97] In der Wirtschaftsrealität wird, vermutlich primär aus praktischen Gründen (beispielsweise aus Zeitgründen), zwischen der FINMA und ihren Beaufichtigten *selten prozessiert* betreffend die Legalität der Rechtsverordnungen²⁹⁰. Wenn die FINMA gerichtlich unterliegt, erfolgt in aller Regel eine *legislative «Korrektur»* der Rechtslage (beispielsweise mit Art. 120 Abs. 3 FinfraG zur börsenrechtlichen Meldepflicht)²⁹¹. Die bundesgerichtliche Praxis zur Finanzmarktregulierung erscheint teils etwas rechtspolitisch oder pragmatisch motiviert²⁹².

b. Beispiele sowie Gesamtschau

[Rz 98] Die FINMA sah ehemals in Art. 9 Abs. 2 aBEHV-FINMA eine *börsenrechtliche Meldepflicht* von Vermögensverwaltern für auf Rechnung von Dritten gehaltene Beteiligungen vor, wobei Art. 20 Abs. 5 a BEHG als Delegationsnorm dienen sollte. Das Bundesgericht gelangte – als erstes Beispiel – in einem Urteil aus dem Jahr 2013²⁹³ allerdings zum Ergebnis, dass diese *Verordnungsbestimmung gesetzeswidrig* war: «En conclusion, l’art. 9 al. 2 OBVM-FINMA (...) ne correspond pas au sens véritable de l’art. 20 al. 1 LBVM (...)»²⁹⁴.

²⁸⁵ In den Jahren 2016/2017 wurden diverse parlamentarische Vorstösse eingereicht, die sich kritisch mit den Regulierungen der FINMA (v.a. mit deren Rundschreiben) befassen; der BR zeigt sich durchaus bereit, entsprechende Motionen zu übernehmen, was belegt, dass zur Thematik offensichtlich seit dem Jahr 2014 ein bundesrätlicher Meinungsumschwung stattgefunden hat: vgl. dazu hinten VI. A.

²⁸⁶ Vgl. dazu vorne III. A.

²⁸⁷ Vgl. dazu vorne IV. A. 1. a).

²⁸⁸ Vgl. dazu vorne III. D. 2. b).

²⁸⁹ Vgl. dazu vorne IV. A. 3. c).

²⁹⁰ In BGE 141 II 103 (vgl. Pra 104 [2015] Nr. 110) wurde irrtümlich eine «*ordinanza FINMA 2008/5*» (sc. Verordnung) erwähnt (BGE 141 II 103, 108 Erw. 3.5.), tatsächlich ging es da um das «*circolare 2008/5*».

²⁹¹ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 148 m.w.H. in FN 512.

²⁹² BGE 143 I 253, 267 Erw. 6.5.2.: vgl. dazu hinten IV. B. 1. b).

²⁹³ Detailliert: KUNZ PETER V., Die wirtschaftsrechtliche Rechtsprechung des Bundesgerichts in den Jahren 2012/2013 (...), ZBJV 151 (2015) 175 ff. m.w.H.

²⁹⁴ Urteil des Bundesgerichts 2C_98/2013 vom 29. Juli 2013: Erw. 6.8. (vgl. Pra 103 [2014] Nr. 78 in deutscher Übersetzung: «Folglich entspricht Art. 9 Abs. 2 BEHV-FINMA [...] nicht dem wahren Sinn von Art. 20 Abs. 1 BEHG» [Erw. 6.8. a.A.]); zudem: DIETER GERICKE/DANIEL KUHN, Börsenrechtliche Offenlegungspflicht des Vermögensver-

[Rz 99] Im Jahr 2017 äusserte sich das Bundesgericht – als zweites Beispiel – zur Datenverordnung-FINMA, die auf Art. 23 Abs. 1 FINMAG abgestützt wird, und zwar im Zusammenhang mit der sog. *Watchlist* (BGE 143 I 253)²⁹⁵. Es anerkannte, dass mit dem Register ein schwerer Eingriff ins Recht auf informationelle Selbstbestimmung (Art. 13 Abs. 2 BV) gegeben ist²⁹⁶. Trotz *Inhaltskritik* des Bundesgerichts²⁹⁷ wurde die Bundesgesetzkonformität der Datenverordnung-FINMA betreffend Art. 23 Abs. 1 FINMAG *bejaht*, wobei die Zweckbestimmung (Art. 5 FINMAG)²⁹⁸ sowie angebliche «Realien»²⁹⁹ angeführt wurden.

[Rz 100] In einer *Gesamtschau* erweisen sich viele Rechtsverordnungen der FINMA – mindestens in Teilbereichen – als «*ausufernd*» und als rechtsstaatlich heikel. Insbesondere wird das gesetzliche³⁰⁰ und das verfassungsrechtliche³⁰¹ *Verhältnismässigkeitsprinzip* teils rechtssetzend ignoriert, und zwar ebenso wie die sich aus Art. 55 Abs. 2 FINMAG ergebende *Regulierungskompetenzreduktion* der FINMA³⁰². Die schwerwiegenden Eingriffe³⁰³ können nicht auf breite Zweckbestimmungen³⁰⁴ oder auf offene Delegationsnormen³⁰⁵ abgestützt werden³⁰⁶.

2. Rundschreiben – ausgewählte Beispiele

a. Einleitung

[Rz 101] Die Rechtsqualifikation der *Rundschreiben der FINMA* steht zwar nicht abschliessend fest, es dürfte sich jedoch in aller Regel um Verwaltungsverordnungen handeln³⁰⁷. Diese Rund-

walters (...), GesKR 2014, 93 ff.; PHILIPP H. HABERBECK, Verletzung der börsenrechtlichen Meldepflicht (...), SZW 87 (2015) 124 ff.; KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 148.

²⁹⁵ Statt vieler: THOMAS GROB/HANS CASPAR VON DER CRONE, Die Rechtsstaatlichkeit der FINMA-Watchlist, SZW 89 (2017) 851–861, 851 ff.

²⁹⁶ BGE 143 I 253, 263 Erw. 4.8.; vgl. GROB/VON DER CRONE (FN 295), 855.

²⁹⁷ Die *bundesgerichtliche Kritik* an der *Ausgestaltung der Rechtsverordnung* der FINMA betraf z.B. die lange Aufbewahrungsfrist von zehn Jahren nach der letzten Eintragung (Art. 9 Datenverordnung-FINMA: BGE 143 I 253, 261 Erw. 4.5.) oder das Fehlen einer Informationspflicht von Amtes wegen (BGE 143 I 253, 262 Erw. 4.7.); diese Kritik führte dazu, dass regulatorische Änderungen durch die FINMA initiiert wurden: GROB/VON DER CRONE (FN 295), 854.

²⁹⁸

²⁹⁹ Weniger rechtlich als *rechtspolitisch* argumentierend (und damit die *Gewaltenteilung* relativierend): «Die Ereignisse auf den Finanzmärkten im ersten Jahrzehnt des 21. Jahrhunderts haben im Übrigen gezeigt, dass eine *strikte Kontrolle* des Geschäftsgebarens im *Finanzmarkt notwendig* ist» (BGE 143 I 253, 267 Erw. 6.5.2.; Hervorhebungen hinzugefügt); das Bundesgericht scheint argumentativ hier geradezu dem *pragmatischen* Motto: «Der Zweck heiligt die Mittel» zu folgen.

³⁰⁰ Art. 7 Abs. 2 FINMAG; vgl. dazu vorne IV. A. 1. b) aa).

³⁰¹ Art. 5 Abs. 2 BV; vgl. dazu vorne III. C. 2. b) cc).

³⁰² Vgl. dazu vorne IV. A. 1. b) bb).

³⁰³ Art. 164 Abs. 1 BV; vgl. dazu vorne III. D. 2. b); es sind zwar *nicht sämtliche Normen* der Verordnungen der FINMA als schwerwiegend zu qualifizieren, aber doch eine nicht unerhebliche Vielzahl davon.

³⁰⁴ JUTZI/MÜLLER (FN 185), 437: «Zweckartikel sollen eine beschränkte normative Funktion innehaben».

³⁰⁵ BGE 143 I 253 Erw. 6.3: «Soweit das *formelle* Gesetz somit *keine inhaltlichen Konkretisierungen* enthält, beschränkt sich die Delegation auf das im Rahmen der gesetzlichen Regelung zur Erreichung des gesetzlichen Zwecks *Unabdingbare*, d.h. *minimal Notwendige*» (Hervorhebungen hinzugefügt); vgl. ausserdem: GROB/VON DER CRONE (FN 295), 857 f.

³⁰⁶ Die heutige Regulierungspraxis der FINMA stellt mindestens z.T. einen *demokratisch nicht legitimierten* «*Machttransfer*» an eine Behörde dar: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), 250 a.E.; aus Art. 164 BV «ergibt sich, dass die grundlegenden Vorschriften in den für die Rechtsunterworfenen zentralen Belangen in einem formellen Gesetz geregelt werden und kein wichtiger Regelungsbereich den direkt-demokratischen Einwirkungsmöglichkeiten entzogen wird»: BGE 143 I 253, 264 Erw. 6.1.

³⁰⁷ Vgl. dazu vorne IV. A. 3. a) bb) aaa).

schreiben sind demokratisch nicht legitimiert und reichen insbesondere nicht aus als Gesetzesgrundlage, um Grundrechte einzuschränken (Art. 36 Abs. 1 BV)³⁰⁸.

[Rz 102] Es kommt in der *Wirtschaftsrealität* selten vor, dass über Rundschreiben der FINMA prozessiert wird; immerhin kann BGE 137 II 284 als Ausnahme zur Regel erwähnt werden³⁰⁹. In diesem Entscheid aus dem Jahr 2011 hielt das Bundesgericht u.a. fest, dass ein Rundschreiben der FINMA – konkret: Rundschreiben der FINMA 2008/8 («Öffentliche Werbung im Sinne der Gesetzgebung über die kollektiven Kapitalanlagen») – als Auslegung des Gesetzes «zu streng» ausfiel und somit «durch Art. 3 KAG nicht gedeckt» war³¹⁰.

[Rz 103] Die Rundschreiben stellen ein *äusserst beliebtes* Regulierungsinstrument dar. Die FINMA hat mehr als 50 Rundschreiben verabschiedet³¹¹. Im Folgenden wird auf einige Rundschreiben der FINMA kurz eingegangen, und zwar zu *vier Themen*: Vergütungssysteme³¹², Rechnungslegung³¹³, Vermögensverwaltung³¹⁴ sowie Corporate Governance³¹⁵.

b. Vergütungssysteme

aa. Grundverständnis

[Rz 104] Entschädigungen (z.B. Löhne) bzw. Vergütungen bei Unternehmungen stellen ein Thema des *Privatrechts* dar. Massgeblich sind privatrechtliche Vereinbarungen zwischen den Gesellschaften sowie ihren Mitarbeitern und damit in erster Linie das *Arbeitsrecht* (Art. 319 ff. des Obligationenrechts [OR]) sowie das *Auftragsrecht* (Art. 394 ff. OR); die Zuständigkeiten auf der Seite der Unternehmungen ergeben sich primär aus dem anwendbaren *Gesellschaftsrecht*. Die Vergütungssysteme stellen Teil der Oberleitung der Gesellschaft dar und gehören somit in den *Zuständigkeitsbereich des VR* (z.B. Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 OR)³¹⁶.

[Rz 105] Bei Vergütungen bzw. Vergütungssystemen von *Privatunternehmungen* kann der Staat einzig aufgrund einer *Rechtssetzung* intervenieren. Dies kommt einzig in Ausnahmefällen vor, nämlich bei der «Abzocker»-Thematik und bei der TBTF-Thematik:

[Rz 106] Aufgrund der Volksinitiative «gegen die Abzockerei» und der aktuellen Regelung von Art. 95 Abs. 3 BV hat der BR übergangsrechtlich die Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV)³¹⁷ erlassen, die zahlreiche Regelungen zu den

³⁰⁸ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 231.

³⁰⁹ Das Urteil wurde auch vom BR erwähnt: Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 33/49.

³¹⁰ BGE 137 II 284, 293 Erw. 5.3.1. a.A.

³¹¹ Übersicht: WINZELER (FN 49), N 20 ff. zu Art. 7 FINMAG; zu gerichtlichen Auseinandersetzungen führen Rundschreiben selten, wobei als Ausnahme ein Urteil aus dem Jahr 2015 erwähnt werden kann: BGE 141 II 103 (deutsche Übersetzung des italienischen Textes: Pra 104 [2015] Nr. 110).

³¹² Vgl. dazu hinten IV. B. 2. b).

³¹³ Vgl. dazu hinten IV. B. 2. c).

³¹⁴ Vgl. dazu hinten IV. B. 2. d).

³¹⁵ Vgl. dazu hinten IV. B. 2. e).

³¹⁶ Als Grundlagen für die *Kompetenz des VR* könnten auch Art. 716a Abs. 1 Ziff. 3 des Bundesgesetzes betreffend die Ergänzung des Schweizerischen Zivilgesetzbuches (Fünfter Teil: Obligationenrecht) vom 30. März 1911 (OR; SR 220; «Finanzplanung») oder Art. 716 Abs 1 OR angeführt werden.

³¹⁷ Verordnung gegen übermässige Vergütungen bei börsenkotierten Aktiengesellschaften (VegüV) vom 20. November 2013: SR 221.331.

Vergütungen bei Publikumsgesellschaften (sc. AG mit kotierten Beteiligungspapieren)³¹⁸ enthält³¹⁹; eine rechtsstaatlich saubere Lösung – also auf Ebene eines Bundesgesetzes – soll schliesslich die aktuelle «grosse» Aktienrechtsrevision bringen³²⁰.

[Rz 107] Betreffend TBTF wird eine gesetzliche Ausnahmeregelung zu den *Vergütungen bei systemrelevanten Banken* vorgesehen, indes nur für Notfälle³²¹: «Wird einer systemrelevanten Bank oder ihrer Konzernobergesellschaft trotz Umsetzung der besonderen Anforderungen direkt oder indirekt staatliche Beihilfe aus Bundesmitteln gewährt, so ordnet der Bundesrat für die Dauer der beanspruchten Unterstützung gleichzeitig Massnahmen im Bereich der Vergütungen an» (Art. 10a Abs. 1 BankG)³²². Diese Ordnung kann *nicht generalisiert* werden³²³.

bb. Kritik

[Rz 108] Die FINMA erliess am 21. Oktober 2009 das *Rundschreiben 2010/1 («Vergütungssysteme»)*, mit dem «Mindeststandards für Vergütungssysteme bei Finanzinstituten»³²⁴ – nämlich bei Banken, bei Versicherungen, bei Effektenhändlern, bei Fondsleitungen, bei kollektiven Kapitalanlagen etc. – gesetzt werden (sollten). Die FINMA hält fest: «Dieses Rundschreiben *ergänzt* für Finanzinstitute die Regeln des Obligationenrechts sowie die börsenrechtlichen Offenlegungsvorschriften zu Vergütungen, *ersetzt sie aber nicht* (...)»³²⁵.

[Rz 109] Als *Adressaten* des FINMA-Rundschreibens werden *unmittelbar «Finanzinstitute»* (Banken etc.) genannt. Finanzinstitute ab gewissen quantitativen Schwellenwerten «müssen das Rundschreiben zwingend umsetzen»³²⁶, bei den übrigen Unternehmungen wird indes das Heranziehen des Rundschreibens zumindest «empfohlen»³²⁷. Beim Rundschreiben 2010/1 handelt es sich einzig um «*Mindeststandards*» für die Finanzbranche³²⁸, wobei es in erster Linie um Vergütungen für die VR einerseits und für die GL andererseits geht³²⁹.

³¹⁸ Hierzu: Art. 1 Abs. 1 VegüV.

³¹⁹ Beispielsweise wird in Art. 13 ff. VegüV der sog. *Vergütungsbericht* geregelt; die Entscheidkompetenz für die Vergütungen liegt indessen immer bei den Aktionären, d.h. keine Behörde kann insofern bei den privatrechtlichen Vergütungssystemen intervenieren.

³²⁰ Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (Aktienrecht) vom 23. November 2016: BBl 2017 399 ff.; vgl. Art. 732 ff. E-OR (BBl 2017 683, 722 ff.) und v.a. Art. 734 ff. E-OR zum *Vergütungsbericht*.

³²¹ Vgl. KUNZ (FN 2), Rz. 67 f.

³²² Der BR kann u.a. variable Vergütungen ganz oder teilweise verbieten und die Anpassung des Vergütungssystems anordnen: Art. 10a Abs. 2 BankG; systemrelevante Banken sind gesetzlich verpflichtet, verbindliche Vorbehalte in ihren Vergütungssystemen aufzunehmen: Art. 10a Abs. 3 BankG.

³²³ Bei *systemisch bedeutsame Finanzmarktinfrastrukturen* fehlt in Art. 22 ff. FinfraG eine vergleichbare Gesetzesbestimmung und Art. 10a BankG kann nicht analog angewendet werden: KUNZ (FN 2), Rz. 97.

³²⁴ So lautet der Untertitel von FINMA-Rundschreiben 2010/1 – Vergütungssysteme vom 21. Oktober 2009.

³²⁵ Rundschreiben 2010/1, Rz. 3 (Hervorhebungen hinzugefügt); eine Rechtsgrundlage für diese *Subsidiärfunktion* des Rundschreibens wird nicht genannt; die FINMA ignoriert zudem die Tatsache, dass dieses Rundschreiben in der Praxis *nicht subsidiär*, sondern als *Lex specialis* angewendet wird.

³²⁶ Rundschreiben 2010/1, Rz. 6 a.A.; zu den Schwellenwerten: a.a.O. Rz. 6 f.

³²⁷ Rundschreiben 2010/1, Rz. 8; zusätzlich hielt die FINMA fest: «Die FINMA kann ein Finanzinstitut unterhalb der Schwellenwerte von Rz. 6 und 7 in begründeten Fällen verpflichten, einzelne oder sämtliche Bestimmungen umzusetzen» (a.a.O. Rz. 9 a.A.).

³²⁸ Rundschreiben 2010/1, Rz. 2 a.A.

³²⁹ Rundschreiben 2010/1, Rz. 10.

[Rz 110] Im Wesentlichen sieht Rundschreiben 2010/1 *zehn* «Grundsätze» zur Ausgestaltung von Vergütungssystemen im Finanzsektor vor³³⁰, die teils weit mehr umfassen als blosse Prinzipien oder behördliche Empfehlungen (bzw. Appelle der FINMA) an die Finanzinstitute; beispielsweise werden ein *Vergütungsreglement* einerseits³³¹ sowie ein jährlicher, detaillierter *Vergütungsbericht* andererseits³³² vorgeschrieben. Das Vergütungssystem soll keine falschen Anreize für Personen mit *Kontrollfunktionen* geben (Stichwort: Interessenkonflikte)³³³.

[Rz 111] Im Übrigen erfolgt indes eine *konkrete Einmischung* in die *Vergütungspolitik des VR*. Beispiel 1: «Je mehr strategische oder operative Verantwortung eine Person trägt, desto stärker muss auch ihre Vergütung die von ihr zu verantwortenden Risiken einbeziehen»³³⁴; Beispiel 2: «Bei schlechtem Geschäftsverlauf wird der Gesamtpool massgeblich reduziert oder entfällt vollständig»³³⁵; Beispiel 3: «Antritts- und Abgangsentschädigungen sind nur in begründeten Fällen auszurichten. Sie sind im Vergütungsreglement zu regeln (...)»³³⁶.

[Rz 112] Mit der Qualifikation des Rundschreibens als Verwaltungsverordnung³³⁷ ist unvereinbar, dass gewisse *Finanzinstitute als Adressaten zwingend* durch das Rundschreiben verpflichtet werden (können)³³⁸. Das Rundschreiben 2010/1 ging und geht «beträchtlich» über die Selbstregulierung hinaus³³⁹ und ist materiell als *nicht verhältnismässig* zu bezeichnen³⁴⁰, gerade etwa im Zusammenhang mit behördlichen Eingriffen ins Privatrecht³⁴¹. Als rechtsstaatlich heikel erweist sich ausserdem, dass mit diesem Rundschreiben der FINMA eine weitere «*Verwischung*» von *Rechtssetzung* und von *Rechtsanwendung* erfolgt³⁴².

[Rz 113] Diverse «Wünsche» bzw. Vorgaben der FINMA mögen durchaus sinnvoll erscheinen (oder der gelebten Wirklichkeit der Finanzindustrie entsprechen), stehen indes *nicht* im *behördlichen Ermessen*, weil es um *Zuständigkeiten des VR* geht³⁴³ (z.B. die Langfristigkeit³⁴⁴ sowie die

³³⁰ Rundschreiben 2010/1, Rz. 16 ff.

³³¹ Rundschreiben 2010/1, Rz. 18; ausserdem muss u.U. ein *spezifischer Entschädigungsausschuss* eingesetzt werden (a.a.O. Rz. 21).

³³² Rundschreiben 2010/1, Rz. 62 ff.

³³³ Rundschreiben 2010/1, Rz. 57 ff.; dem gleichen Schutzgedanken folgt ein anderes Rundschreiben zur Corporate Governance bei Banken: «Das Entschädigungssystem für Mitarbeiter der internen Revision darf keine Anreize setzen, die zu Interessenkonflikten führen» (Rundschreiben 2017/1, Rz. 90).

³³⁴ Rundschreiben 2010/1, Rz. 32.

³³⁵ Rundschreiben 2010/1, Rz. 42.

³³⁶ Rundschreiben 2010/1, Rz. 47.

³³⁷ Vgl. dazu vorne IV. A. 3. a) bb) aaa).

³³⁸ Rundschreiben 2010/1, Rz. 6 ff.; die *übrigen* Finanzinstitute werden das *Rundschreiben de facto befolgen* (müssen), was denn auch der Wirtschaftsrealität entspricht.

³³⁹ Hierzu: ZULAUF (FN 265), Rz. 16 ad FN 23 (Ziff. 4).

³⁴⁰ Darüber kann die Aussage der FINMA nicht hinwegtäuschen, dass bei der Anwendung des Rundschreibens dem «Prinzip der Verhältnismässigkeit Rechnung zu tragen ist: Rundschreiben 2010/1, Rz. 2.

³⁴¹ Als Beispiel für den «*privatrechtlichen Interventionismus*» der FINMA kann Rundschreiben 2010/1, Rz. 26 angeführt werden: «Das Finanzinstitut stellt sicher, dass die *vertraglichen Vereinbarungen* mit den betroffenen Personen den Anforderungen dieses Rundschreibens sowie des Vergütungsreglements *entsprechen*. Soweit erforderlich sind *Verträge anzupassen*» (Hervorhebungen hinzugefügt).

³⁴² BÜHLER (FN 24), 474 f.; zu Gemeinsamkeiten und zu Unterschieden der Rechtssetzung sowie der Rechtsanwendung: MÜLLER (FN 28), 754 ff.; zudem: FLEINER THOMAS, Die Spannung von Rechtssetzung und Rechtsprechung, in: FS für P. Richli (Zürich/St. Gallen 2011) 766–780, *passim*.

³⁴³ Hierzu: BÜHLER (FN 24), 474 ad FN 49.

³⁴⁴ Rundschreiben 2010/1, Rz. 12 sowie Rz. 23 ff.

Nachhaltigkeit³⁴⁵ der Vergütungssysteme). Die von der FINMA vorgegebenen «Grundsätze»³⁴⁶ sind zwar nicht falsch, stellen jedoch *Einschränkungen der Unternehmensfreiheit* dar, die – auf der Grundlage eines Rundschreibens³⁴⁷ – unzulässig sind³⁴⁸.

c. Rechnungslegung im Finanzsektor

aa. Grundverständnis

[Rz 114] Bei der *Rechnungslegung* handelt es sich originär um ein *gesellschaftsrechtliches* Thema (Art. 957 ff. OR)³⁴⁹; sie soll die «wirtschaftliche Lage des Unternehmens so darstellen, dass sich Dritte ein zuverlässiges Urteil bilden können» (Art. 958 Abs. 1 OR). Der BR machte klar: «Die Rechnungslegung dient nicht der Befriedigung der Neugierde, sondern der Information der Beteiligten, damit diese ihre Rechte sinnvoll ausüben können»³⁵⁰.

[Rz 115] Interesse an der Rechnungslegung haben primär die Gesellschafter, die Gesellschaftsgläubiger sowie die unmittelbar betroffenen Gesellschaften. Den rechnungslegungspflichtigen Gesellschaften³⁵¹ steht eine *breite Unternehmensfreiheit* zu. Insofern können sich Unternehmungen durchaus für strengere Rechnungslegungsvorschriften im Rahmen von *Selbstregulierungen* (z.B. IFRS, U.S. GAAP oder Swiss GAAP FER) entscheiden³⁵².

[Rz 116] Im Bereich der Finanzbranche bestehen zahlreiche Sonderregelungen zur finanzmarktrechtlichen Rechnungslegung, die als *Lex specialis* gegenüber Art. 957 ff. OR (*Lex generalis*) qualifiziert werden können. In diesem Zusammenhang sind – als Beispiele – Art. 6 ff. BankG³⁵³, Art. 25 ff. BankV, Art. 16 BEHG³⁵⁴, Art. 29 BEHV³⁵⁵ sowie Art. 87 ff. KAG zu erwähnen. In verschiedenen Normen wird die *FINMA* zu Regulierungen *ermächtigt*.

bb. Kritik

[Rz 117] Im Bereich der Rechnungslegung für gewisse Finanzintermediäre erfolgen de lege lata *diverse Subdelegationen* des BR an die *FINMA*³⁵⁶; Art. 2 der Verordnung über die anerkannten

³⁴⁵ Rundschreiben 2010/1, Rz. 44 ff.

³⁴⁶ Rundschreiben 2010/1, Rz. 16 ff.

³⁴⁷ Darin besteht der zentrale *rechtsstaatliche Unterschied* zu Art. 95 Abs. 3 BV/VegüV einerseits sowie zu Art. 10a BankG andererseits: Vgl. dazu vorne IV. B. 2. b) aa); BÜHLER (FN 24), 474 hält zu Recht fest: «Sind allfällige Mängel im bestehenden System [sc. Ordnung betreffend Vergütungen in Unternehmungen] zu korrigieren, so ist dies eine Aufgabe des *Gesetzgebers*» (Hervorhebung im Original).

³⁴⁸ Die *FINMA* ist nicht der Regulator des «Common Sense» oder die Aufsichtsbehörde einer gesellschaftsrechtlichen «Best Practice».

³⁴⁹ Übersicht: KUNZ PETER V., Rundflug über's Gesellschaftsrecht (2. A. Bern 2012), 174 ff.

³⁵⁰ Botschaft zur Änderung des Obligationenrechts (...) vom 21. Dezember 2007: BBl 2008 1701.

³⁵¹ Die Rechnungslegungspflicht ergibt sich im Wesentlichen aus Art. 957 Abs. 1 OR.

³⁵² Vgl. Art. 962 f. OR; der BR erliess in diesem Zusammenhang die Verordnung über die anerkannten Standards zur Rechnungslegung vom 21. November 2012 (VASR; SR 221.432).

³⁵³ Die *FINMA* kann vom BR ermächtigt werden, «in Belangen von beschränkter Tragweite, namentlich in vorwiegend technischen Angelegenheiten, Ausführungsbestimmungen zu erlassen»: Art. 6b Abs. 3 BankG.

³⁵⁴ Das Börsengesetz erklärt die bankgesetzlichen Rechnungslegungsbestimmungen als sinngemäss anwendbar für Effektenhändler.

³⁵⁵ Es gelangt die ERV zur Anwendung: Art. 29 Abs. 1 BEHV.

³⁵⁶ Beispiel: «Der Zwischenabschluss für Banken, deren Beteiligungstitel oder Schuldtitel kotiert sind, enthält zusätzlich einen Eigenkapitalnachweis und einen verkürzten Anhang. Die *FINMA* legt den Inhalt des verkürzten

Standards zur Rechnungslegung (VASR)³⁵⁷ erwähnt in der Marginalie der Bestimmung sogar ausdrücklich «Rechnungslegungsvorschriften der FINMA». Eine entsprechende Rechtsverordnung der FINMA findet sich allerdings bis heute (noch) nicht. Am 27. März 2014 erliess die FINMA das *Rundschreiben 2015/1* («Rechnungslegung Banken»), das über die eigentliche Bankenbranche hinausgeht³⁵⁸.

[Rz 118] Das Rundschreiben 2015/1 stellt ein aussergewöhnliches Rundschreiben der FINMA dar, was bereits sein Umfang von 184 Seiten (mit 629 Randziffern und mit sieben Anhängen) belegt. Ausserdem wendet sich die FINMA mit dem Rundschreiben 2015/1 nicht etwa an sich selber, sondern *richtet sich direkt* u.a. an die Banken und an die Effekthändler³⁵⁹. Es handelt sich bei der Regelungsmaterie zwar um «vorwiegend technische Angelegenheiten», die jedoch in weiten Bereichen *nicht unwesentlich* erscheinen (Art. 55 Abs. 2 FINMAG)³⁶⁰, so dass eine Rechtsverordnung des BR naheliegend(er) gewesen wäre.

[Rz 119] Die Eingriffe bzw. die Vorgaben der FINMA hinsichtlich der Rechnungslegung durch das *Rundschreiben 2015/1* erscheinen für zahlreiche Themen *materiell weitgehend*. Geregelt werden – als Beispiele – Bewertungsgrundsätze³⁶¹, Fremdwährungsumrechnungen³⁶², Eigenkapitalnachweise³⁶³, Konsolidierungsverfahren³⁶⁴, Zwischenabschlüsse³⁶⁵, Finanzinstrumente³⁶⁶, Vorsorgeverpflichtungen³⁶⁷, Rückstellungen³⁶⁸ oder Mitarbeiterbeteiligungspläne³⁶⁹; damit wird auch wesentlich in *unternehmerische Entscheidungen* eingegriffen.

[Rz 120] Der BR nahm auf Verordnungsstufe verschiedene *Subdelegationen* an die FINMA vor³⁷⁰, was angesichts der wesentlichen bzw. wichtigen Vorgaben unter dem Aspekt von Art. 55 Abs. 2 FINMAG *zweifelhaft* erscheint; in jedem Fall aber müsste – unter rechtsstaatlichem Aspekt – eine Rechtsverordnung der FINMA erlassen werden³⁷¹. Offen bleibt, weshalb die FINMA *mittels*

Anhangs in Ausführungsbestimmungen fest» (Art. 31 Abs. 2 BankV); als gesetzliche *Delegationsnorm* für diese *Subdelegationsnorm* kann Art. 6b Abs. 3 BankG herangezogen werden.

³⁵⁷ Vgl. FN 352.

³⁵⁸ Dies zeigt sich bereits im Untertitel: «Rechnungslegungsvorschriften für Banken, Effekthändler, Finanzgruppen und -konglomerate (RVB)»; vgl. Rundschreiben 2015/1 – Rechnungslegung Banken vom 27. März 2014, Rz. 3 f.

³⁵⁹ Rundschreiben 2015/1, Rz. 3: «Das Rundschreiben *richtet sich an Banken* (...), *Effekthändler* (...) sowie an Finanzgruppen und Finanzkonglomerate (...)» (Hervorhebungen hinzugefügt).

³⁶⁰ Vgl. dazu vorne IV. A. 1. b) bb).

³⁶¹ Rundschreiben 2015/1, Rz. 59 ff.

³⁶² Rundschreiben 2015/1, Rz. 72 f.

³⁶³ Rundschreiben 2015/1, Rz. 171 f.

³⁶⁴ Rundschreiben 2015/1, Rz. 291 ff.

³⁶⁵ Rundschreiben 2015/1, Rz. 342 ff.

³⁶⁶ Rundschreiben 2015/1, Rz. 353 ff.

³⁶⁷ Rundschreiben 2015/1, Rz. 495 ff.

³⁶⁸ Rundschreiben 2015/1, Rz. 518 ff.

³⁶⁹ Rundschreiben 2015/1, Rz. 607 ff.

³⁷⁰ Beispiele betreffend die Rechnungslegung von Banken: Art. 27 Abs. 1 BankV, Art. 31 Abs. 2 BankV, Art. 37 BankV sowie Art. 42 BankV.

³⁷¹ Die Delegationsnormen legen dies ebenfalls nahe, wird doch z.B. von «Ausführungsbestimmungen» (Art. 6b Abs. 3 BankG, Art. 31 Abs. 2 BankV, Art. 37 BankV sowie Art. 42 BankV [Titel: «3. Abschnitt: Ausführungsbestimmungen zur Rechnungslegung»]) oder von «Rechnungslegungsvorschriften der FINMA» (Art. 2 VASR) gesprochen, was *nicht* für eine *Verwaltungsverordnung* spricht; nur für einen beschränkten Teilbereich äussern sich Art. 5 f. AVO-FINMA zur Rechnungslegung bei Versicherungen.

Rundschreiben reguliert hat statt mittels Rechtsverordnung³⁷²; das Rundschreiben 2015/1 dürfte in der Praxis wie eine Rechtsverordnung beachtet werden (müssen).

d. Vermögensverwaltung

aa. Grundverständnis

[Rz 121] Beim «Handhaben» von Vermögenswerten wird differenziert zwischen *drei Vertragsbeziehungen*, die sich in der Praxis oft überlappen³⁷³, nämlich Execution only-Beziehungen, Anlageberatungen («advisory») sowie Vermögensverwaltungen («discretionary»); Vertragspartner der Kunden sind meist Banken oder Vermögensverwalter. Unter einer *Vermögensverwaltung* wird das selbständige Betreuen von Investments durch den Vermögensverwalter verstanden, notabene gestützt auf eine vorgängig vereinbarte Anlagestrategie³⁷⁴.

[Rz 122] Die Vermögensverwaltung stellt ein *privatrechtliches* Rechtsverhältnis dar, und zwar mit einer umfassenden Interessenwahrungspflicht des Vermögensverwalters gegenüber dem Kunden³⁷⁵. Der Vermögensverwaltungsvertrag als *Innominatkontrakt* untersteht dem *Auftragsrecht* (Art. 394 ff. OR)³⁷⁶, d.h. im Vertragsverhältnis sind Sorgfaltspflichten sowie Treupflichten gemäss Art. 398 OR³⁷⁷ zu beachten³⁷⁸. Im Übrigen gilt bei Vermögensverwaltungsverträgen die *Vertragsfreiheit* (Art. 11 ff. OR), notabene betreffend Inhalt und Form³⁷⁹.

bb. Kritik

[Rz 123] Die FINMA erliess am 18. Dezember 2008 das *Rundschreiben 2009/1* («Eckwerte zur Vermögensverwaltung»), bei dem es – wie aus dem Untertitel ersichtlich – nicht unmittelbar um die Vermögensverwalter geht, sondern vielmehr nur, aber immerhin, um «Eckwerte für die Anerkennung von Selbstregulierungen zur Vermögensverwaltung als Mindeststandard»³⁸⁰. Bereits vor

³⁷² Die FINMA teilt – im Dokument «Finanzmarktregulierung: Hängige Vorhaben (Stand und Ausblick per 17. August 2017)» – mit, dass eine «neu zu schaffende FINMA-Rechnungslegungsverordnung» geplant wird (Vernehmlassung/Anhörung: Q2/18).

³⁷³ Statt aller: KUNZ, Finanzmarktrecht (FN 5), 118 f.; vgl. BGE 133 III 97, 102 f. Erw. 7.1.; Urteil des Bundesgerichts 4A_525/2011 vom 3. Februar 2012: Erw. 3.1.

³⁷⁴ Anders als bei der Vermögensverwaltung trifft bei der *Anlageberatung* der Kunde die Anlageentscheide selber, d.h. der Berater steht ihm dabei nur, aber immerhin, beratend zur Seite; bei *Execution Only* gehen Initiative sowie Anlageentscheid ausschliesslich vom Kunden aus.

³⁷⁵ Vgl. BGE 138 III 755, 764 Erw. 5.5.

³⁷⁶ Dies entspricht der Praxis des Bundesgerichts: BGE 138 III 755, 759 Erw. 4.2.; BGE 137 III 393, 395 Erw. 2.1 a.A.; BGE 132 III 460, 464 Erw. 4.1; BGE 124 III 155, 161 Erw. 2. b.; Hinweise: KUNZ, Finanzmarktrecht (FN 5), 122 ff.

³⁷⁷ Art. 398 Abs. 2 OR: «Er [sc. der Beauftragte] haftet dem Auftraggeber für getreue und sorgfältige Ausführung des ihm übertragenen Geschäftes».

³⁷⁸ BGE 124 III 155, 161 Erw. 2. b.

³⁷⁹ In der Praxis werden die meisten Vermögensverwaltungsverträge, sei es mit Banken oder mit externen Verwaltern, jedoch *schriftlich* geschlossen; die Schriftform entspricht sogar *selbstregulatorischen* Vorgaben: Richtlinien für Vermögensverwaltungsaufträge – SBVg – 2017: S. 3/Art. 2.

³⁸⁰ Ebenso: Rundschreiben 2009/1 – Eckwerte zur Vermögensverwaltung vom 18. Dezember 2008, Rz. 1; die FINMA kann zwar, muss aber nicht, Selbstregulierungen als Mindeststandard anerkennen, was faktisch einer «Allgemeinverbindlichkeitserklärung» solcher Selbstregulierungen gleichkommt: vgl. dazu vorne IV. A. 3. b).

Erläss wurde das später in Revision befindliche Rundschreiben kritisiert³⁸¹, ohne dass sich die FINMA davon bei der Ausgestaltung beeinflussen liess³⁸².

[Rz 124] Im Hinblick auf die Anerkennung als Mindeststandard wird von den entsprechenden *Selbstregulierungen bzw. Selbstregulatoren* verlangt, dass diese ihren Mitgliedern u.a. betreffend die Vermögensverwaltungsverträge³⁸³, die Pflichten der Vermögensverwalter (sc. Treuepflicht³⁸⁴, Sorgfaltspflicht³⁸⁵ und Informationspflicht³⁸⁶) sowie deren Entschädigungen³⁸⁷ *strenge Vorgaben* machen; dazu gehören – als Beispiel – die *Schriftform* von Verträgen³⁸⁸, die im Widerspruch zur privatrechtlichen Formfreiheit gemäss Art. 11 OR steht³⁸⁹.

[Rz 125] Das Rundschreiben 2009/1 wurde bzw. wird von der *Doktrin kritisiert*, primär weil die aufsichtsrechtlichen Vorgaben der FINMA weiter gehen als die privatrechtlichen Regeln und die bundesgerichtliche Praxis³⁹⁰. Dabei wird verkannt, dass es beim Rundschreiben 2009/1 um *Aufsichtsrecht* und eben gerade *nicht* um *Privatrecht* geht. Weder die Vermögensverwalter noch die Selbstregulatoren sind verpflichtet, diese Aspekte zu beachten; es gibt keine Sanktionen, sondern höchstens keine Anerkennung als Mindeststandard³⁹¹. Es liegt durchaus in der *Kompetenz der FINMA* zu formulieren, was sie will (oder eben nicht)³⁹².

e. Corporate Governance

aa. Grundverständnis

[Rz 126] Für die sog. *Corporate Governance* besteht keine Legaldefinition. Es geht, etwas trivialisiert, um einen unternehmensinternen Machtausgleich, um dadurch Interessenkonflikte – z.B. zwischen VR, Geschäftsleitung (GL) und Aktionären – möglichst zu verhindern, also um eine Art von «*Checks and Balances*» zwischen den Gesellschaftsorganen³⁹³. Corporate Governance ist, ausser was die Bezeichnung «Corporate Governance» betrifft, kein «neues» Thema, wobei das *Gesellschaftsrecht* im Vordergrund steht³⁹⁴.

³⁸¹ Die *revidierte* Version des Rundschreibens trat am 1. Juli 2013 in Kraft.

³⁸² Hinweise: ISELI (FN 36), Rz. 3 ff. und v.a. Rz. 6.

³⁸³ Rundschreiben 2009/1, Rz. 7.1 ff.

³⁸⁴ Rundschreiben 2009/1, Rz. 11 ff.

³⁸⁵ Rundschreiben 2009/1, Rz. 15 ff.

³⁸⁶ Rundschreiben 2009/1, Rz. 22 ff.

³⁸⁷ Rundschreiben 2009/1, Rz. 27 ff.

³⁸⁸ Rundschreiben 2009/1, Rz. 8: «Der Vermögensverwaltungsvertrag wird *schriftlich* oder in *anderer durch Text nachweisbarer* Form abgeschlossen» (Hervorhebungen hinzugefügt).

³⁸⁹ Eine «besondere Form» wird durch das «Gesetz» eben gerade nicht vorgeschrieben: Art. 11 Abs. 1 OR.

³⁹⁰ Im Detail: ISELI (FN 36), Rz. 11, Rz. 13, Rz. 16 und Rz. 21 (je m.w.H.).

³⁹¹ Die Selbstregulatoren haben *keinen Rechtsanspruch* auf eine solche Anerkennung der FINMA; die einzelnen Finanzintermediäre können dann indes durch Verfügungen betroffen sein.

³⁹² Im Hinblick auf die Anerkennung als Mindeststandard darf die FINMA durchaus *aufsichtsrechtlich mehr verlangen*, als sich aus dem *Privatrecht* ergibt, sind damit doch keine Sanktionen für die Finanzintermediäre verbunden; anders würde sich die Rechtslage hingegen zeigen, wenn die FINMA im Hinblick auf das Enforcement oder auf die «Gewähr» von den Vermögensverwaltern mehr verlangen würde als das Privatrecht, dies steht im Zusammenhang mit der Rundschreiben 2009/1 allerdings nicht zur Diskussion; die «Inkohärenz zwischen Aufsichts- und Zivilrecht» beklagend: ISELI (FN 36), Rz. 26.

³⁹³ Statt vieler: KUNZ (FN 264), 472 ff. m.w.H.

³⁹⁴ Das *schweizerische Gesellschaftsrecht* – anders als viele Gesellschaftsrechtsordnungen im Ausland (etwa in Deutschland oder in Österreich) – erweist sich in weiten Teilen nicht als zwingendes, sondern vielmehr als *dispositives* Recht, d.h. die Unternehmen können sich, im Rahmen der gesellschaftsrechtlichen Ordnung, im Wesentlichen

[Rz 127] Im Finanzmarktrecht, insbesondere im *Bankgesellschaftsrecht* sowie im *Versicherungsgesellschaftsrecht*, gibt es eine Vielzahl gesellschaftsrechtlicher Normen³⁹⁵, die dem obligationenrechtlichen Gesellschaftsrecht als *Lex specialis* vorgehen. Eine besondere Bedeutung kommt in diesem Zusammenhang den Bestimmungen zur finanzmarktrechtlichen Corporate Governance zu³⁹⁶, wobei es sich im Grossen und Ganzen um *Verschärfungen* gegenüber dem «normalen» Gesellschaftsrecht betreffend Organisationsthemen handelt; die bekannteste Regelung stellt das *Verbot gewisser Personalunionen* («Gewaltenteilung») dar³⁹⁷.

bb. Kritik

[Rz 128] Die Organisation und damit u.a. die Corporate Governance bei Banken und bei Versicherungen werden nicht ausschliesslich im Privatrecht, sondern ebenfalls im *Aufsichtsrecht* reguliert (Art. 3 BankG, Art. 9 ff. BankV, Art. 7 ff. VAG, Art. 6 ff. AVO und v.a. Art. 12 ff. AVO etc.). Vor diesem Hintergrund kann – zumindest im Grundsatz – *nicht beanstandet* werden, dass sich die FINMA *überhaupt* mit diesen Themen beschäftigt³⁹⁸, wobei damit die Fragen nach Form und Inhalt der behördlichen Intervention (noch) nicht beantwortet sind.

[Rz 129] Im Jahr 2016 erliess die FINMA gleich *zwei Rundschreiben zur Corporate Governance*, am 22. September 2016 das Rundschreiben 2017/1 («Corporate Governance – Banken») und am 7. Dezember 2016 das Rundschreiben 2017/2 («Corporate Governance – Versicherer»), wobei es in den Rundschreiben v.a. um das *Risikomanagement* und um die *internen Kontrollen* geht, folglich um Themenbereiche, für die eine prinzipielle Zuständigkeit der FINMA besteht.

[Rz 130] Das *Rundschreiben 2017/1* «gilt»³⁹⁹ für Banken sowie für Effekthändler. Zu diversen Fragestellungen werden bloss *deklaratorische* Aussagen gemacht (etwa zum Kompetenzbereich des «Oberleitungsorgans»)⁴⁰⁰. Bei zahlreichen Themen erfolgen jedoch Vorgaben der FINMA, die *rechtlich unvereinbar* u.a. mit dem Gesellschaftsrecht oder mit dem Finanzmarktrecht erscheinen (z.B. «Leitsätze zur Unternehmenskultur»⁴⁰¹, Zusammensetzung des Oberleitungsorgans⁴⁰², Evaluationspflicht⁴⁰³ oder «Grundsätze der Mandatsführung»⁴⁰⁴), d.h. das Rundschreiben 2017/1 *verletzt gesellschaftsrechtliche Bestimmungen*⁴⁰⁵.

eine *massgeschneiderte Corporate Governance* schaffen; die *Unternehmensfreiheit* spielt vor diesem Hintergrund eine wichtige Rolle.

³⁹⁵ Übersicht: KUNZ, Finanzmarktrecht (FN 5), 136 ff. (re Banken) sowie 163 ff. (re Versicherungen).

³⁹⁶ KUNZ, Finanzmarktrecht (FN 5), 141 f./165 f.

³⁹⁷ Art. 3 Abs. 2 lit. a BankG i.V.m. Art. 11 Abs. 2 BankV; zudem Art. 13 Abs. 1 AVO: «Mitglieder des Verwaltungsrates dürfen nicht zugleich Mitglieder der Geschäftsleitung sein».

³⁹⁸ In diesem Sinn: KUNZ, Finanzmarktrecht (FN 5), 142 und 165.

³⁹⁹ Es handelt sich dabei um die eigentlichen *Adressaten*: Rundschreiben 2017/1 – Corporate Governance – Banken vom 22. September 2016, Rz. 8.

⁴⁰⁰ Rundschreiben 2017/1, Rz. 9 ff.; im Wesentlichen wird durch die FINMA die aktienrechtliche Bestimmung von Art. 716a OR wiederholt bzw. umschrieben.

⁴⁰¹ Rundschreiben 2017/1, Rz. 10.

⁴⁰² Keine Rechtsgrundlage besteht für Rundschreiben 2017/1, Rz. 17: «Das *Oberleitungsorgan* besteht mindestens zu einem Drittel aus *unabhängigen* Mitgliedern (...)» (Hervorhebungen hinzugefügt).

⁴⁰³ Rundschreiben 2017/1, Rz. 28.

⁴⁰⁴ Rundschreiben 2017/1, Rz. 26: «Jedes Mitglied des Oberleitungsorgans widmet seinem Mandat genügend Zeit und wirkt aktiv an der strategischen Unternehmensführung mit (...)»; es hat sich «für Krisensituationen oder Notfälle dauernd bereitzuhalten» (a.a.O.).

⁴⁰⁵ Auswahl: Rundschreiben 2017/1, Rz. 10, Rz. 13, Rz. 17, Rz. 26 oder Rz. 28.

[Rz 131] Das *Rundschreiben 2017/2* soll der «Konkretisierung» des VAG dienen⁴⁰⁶. Teilweise wird damit einfach die Rechtslage *de lege lata* wiederholt⁴⁰⁷, teilweise werden allerdings durch die FINMA organisatorische Vorgaben zu Versicherungen gemacht, für die sich *keine Rechtsgrundlagen* finden, notabene weder im Gesellschaftsrecht noch im Finanzmarktrecht (z.B. die Mindestzahl von drei VR-Mitgliedern⁴⁰⁸ oder die Forderung, wonach der VR zu mindestens einem Drittel aus unabhängigen Mitgliedern⁴⁰⁹ bestehen soll).

[Rz 132] Diese Vorgaben gehen *teilweise (zu) weit*, sind *rechtlich zweifelhaft* oder sogar *falsch*⁴¹⁰ und in einigen Bereichen weder durch die Finanzmarktgesetze noch durch die Rechtsverordnungen des BR gedeckt⁴¹¹, so dass die *FINMA unzuständig* ist⁴¹². Die Rundschreiben als Verwaltungsverordnungen⁴¹³ stellen zudem keine rechtsstaatliche Grundlage dar, um die *Unternehmensfreiheit* bei Banken und bei Versicherungen in organisatorischer Hinsicht einzuschränken. Teils wird schliesslich das *Verhältnismässigkeitsprinzip* verletzt⁴¹⁴.

3. Aufsichtsmitteilungen – ausgewählte Beispiele

a. Einleitung

[Rz 133] Die Rechtsqualifikation der *Aufsichtsmitteilungen der FINMA* ist unklar⁴¹⁵. Solche Mitteilungen werden in Art. 7 Abs. 1 FINMAG nicht erwähnt. Die Aufsichtsmitteilungen der FINMA haben *keine legale Basis*, trotzdem kommt ihnen eine *faktische Bindungswirkung* in der Wirtschaftsrealität zu, was rechtsstaatlich problematisch erscheint⁴¹⁶.

[Rz 134] Die Aufsichtsmitteilungen der FINMA finden heutzutage – trotz fehlender demokratischer Legitimation – eine «fast epidemische Verbreitung»⁴¹⁷, wobei keine feststehende Form verwendet wird. Im Folgenden wird auf einige Aufsichtsmitteilungen der FINMA kurz eingegangen, und zwar zu *zwei Themen*: Retrozessionen⁴¹⁸ sowie ETF⁴¹⁹.

⁴⁰⁶ Rundschreiben 2017/2 – Corporate Governance – Versicherer vom 7. Dezember 2016, Rz. 1.

⁴⁰⁷ Rundschreiben 2017/2, Rz. 8 spiegelt materiell Art. 13 Abs. 1 AVO, also das Verbot der Personalunion.

⁴⁰⁸ Rundschreiben 2017/2, Rz. 17; diese Regelung gilt bei *AG nicht* (Art. 707 Abs. 1 OR), hingegen bei *Genossenschaften* (Art. 894 Abs. 1 OR); schlussendlich besteht keine mit der bankrechtlichen Regelung gemäss Art. 11 Abs. 1 BankV vergleichbare Regelung bei *Versicherungen* (insbesondere wird eine Mindestzahl in Art. 12 AVO nicht vorgesehen).

⁴⁰⁹ Rundschreiben 2017/2, Rz. 18.

⁴¹⁰ Rundschreiben 2017/1, Rz. 15 blendet die Zuständigkeit bei *faktischen Zweckänderungen* aus; eine sog. *Konzernleitungs pflicht*, die Rundschreiben 2017/1, Rz. 99 voraussetzt, ist höchst umstritten.

⁴¹¹ Beispiele: Rundschreiben 2017/1, Rz. 16 ff. (re Mitgliedschaft im Oberleitungsorgan) oder Rundschreiben 2017/1, Rz. 30 ff. (re Ausschüsse in VR etc.).

⁴¹² Gesellschaftsrechtlich ist die *prinzipielle Organisationsfreiheit von Unternehmungen* zu beachten, d.h. die konkrete Organisation wird festgelegt entweder durch den VR oder durch die Gesellschafter.

⁴¹³ Vgl. dazu vorne IV. A. 3. a) bb) aaa).

⁴¹⁴ Immerhin bleibt mit Rundschreiben 2017/2, Rz. 24 die Bildung von Ausschüssen des VR bei Versicherungen explizit vorbehalten (sc. «falls zweckmässig»).

⁴¹⁵ Die Aufsichtsmitteilungen wurden bis Ende Juni 2016 nur als «FINMA-Mitteilungen» bezeichnet.

⁴¹⁶ In diesem Sinn: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 255/N 256; DERS., Finanzmarktrecht (FN 5), 28; ausserdem: BÜHLER (FN 39), 33 ff.; diese Aspekte wurden vom BR bei seiner Einschätzung nicht beachtet: Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 40 ff./49 (immerhin wurde der FINMA empfohlen, diese Aufsichtsmitteilungen «zurückhaltend und ausschliesslich für den vorgesehenen Zweck einzusetzen»: a.a.O. 41/49).

⁴¹⁷ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 256 a.A.

⁴¹⁸ Vgl. dazu hinten IV. B. 3. b).

⁴¹⁹ Vgl. dazu hinten IV. B. 3. c).

b. Retrozessionen

aa. Grundverständnis

[Rz 135] Als sog. *Retrozession* wird in der Finanzbranche⁴²⁰ der «Vorgang bezeichnet, dass eine Bank [als Beispiel] gestützt auf eine entsprechende Vereinbarung einem Dritten (insbesondere einem Vermittler im Vermögensverwaltungs- und Kapitalanlagegeschäft) einen Anteil einer vereinbarten Kommission weitergibt (...)»⁴²¹. Diese finanzmarktrechtliche Thematik betrifft *nicht öffentliches Recht*, sondern *Privatrecht*⁴²², konkret *Vertragsrecht*.

[Rz 136] Im *privatrechtlichen* «Dreieck» zwischen einem Auftraggeber, einem Auftragnehmer sowie einem Dritten bestehen diverse Rechtspflichten der Vertragsparteien. Um beim Auftragnehmer allfällige *Interessenkonflikte zu verhindern*, sieht Art. 400 Abs. 1 OR vor: «Der Beauftragte ist schuldig, auf Verlangen jederzeit über seine Geschäftsführung [gegenüber dem Auftraggeber] Rechenschaft abzulegen und alles, was ihm infolge derselben aus irgendeinem Grunde zugekommen ist, [dem Auftraggeber] zu erstatten»⁴²³.

[Rz 137] Es bestehen m.a.W. *Rechenschaftspflichten* sowie *Ablieferungspflichten* des Auftragnehmers gegenüber dem Auftraggeber. Diese vertragsrechtlichen⁴²⁴ Pflichten bestätigte das Bundesgericht – in mehreren Urteilen⁴²⁵ – ebenfalls im Zusammenhang mit *Retrozessionen*, wobei zahlreiche Fragen bis heute unbeantwortet bleiben. Auch die FINMA wurde aktiv, notabene mittels einer Aufsichtsmitteilung⁴²⁶, und zwar im Nachgang zu *BGE 138 III 755*.

bb. Kritik

[Rz 138] Prozessparteien in *BGE 132 III 455, 460* bzw. in *BGE 137 III 389, 393* waren *externe Vermögensverwalter*, die von der FINMA (noch) nicht beaufsichtigt werden. In *BGE 138 III 755* ging es hingegen um eine *Bank*, was die FINMA – notabene weniger als einen Monat nach diesem Urteil⁴²⁷ – veranlasste, die *FINMA-Mitteilung 41 (2012)* vom 26. November 2012 zu erlassen. Diese Aufsichtsmitteilung wurde in der Doktrin fast einhellig mit *Kritik* bedacht⁴²⁸; teils wurde die *FINMA-Mitteilung 41 (2012)* als «Marschbefehl» der FINMA verstanden⁴²⁹.

⁴²⁰ Statt vieler: CORINNE ZELLWEGER-GUTKNECHT, Zur Annahme und Herausgabe von Retrozessionen und anderen Drittvergütungen, in: Anlegerschutz im Finanzmarktrecht kontrovers diskutiert (Zürich 2013) 213 ff.; ANNETTE WAYGOOD-WEINER, Rückvergütungen und Interessenkonflikte in der Finanzbranche (Diss. St. Gallen 2013), *passim*; PETER CH. HSU, Retrozessionen, Provisionen und Finder's Fees, Beiheft 45 Bibliothek zur ZSR (Basel 2006), *passim*.

⁴²¹ *BGE 132 III 460, 463* Erw. 4.; zudem: *BGE 137 III 393, 395* f. Erw. 2.1.; *BGE 138 III 755, 760* Erw. 4.2.

⁴²² Statt aller: KUNZ, Finanzmarktrecht (FN 5), 127 ff. m.w.H.

⁴²³ Retrozessionen o.Ä. sind *legal*, was durch den trivialisierten Begriff «Kickbacks» («Bestechungen») etwas vernebelt werden könnte: KUNZ, Finanzmarktrecht (FN 5), 128 ad FN 506.

⁴²⁴ KUNZ, Finanzmarktrecht (FN 5), 129.

⁴²⁵ *BGE 132 III 460*; *BGE 137 III 389, 393*; *BGE 138 III 755*; *BGE 143 III 348*.

⁴²⁶ Vgl. dazu hinten IV. B. 3. b) bb).

⁴²⁷ *BGE 138 III 755* stammte vom 30. Oktober 2012.

⁴²⁸ Statt vieler: WINZELER (FN 176), 447 ff.; der Autor folgert: «Summa summarum hätte die FINMA auf diese Mitteilung verzichten (...) können» (a.a.O. 449); BÜHLER (FN 39), 33 f.; KUNZ, Finanzmarktrecht (FN 5), 28; positiv in der Einschätzung fast nur, aber immerhin: MONIKA ROTH, Retrozessionen – no sense of timing and reasoning?, in: Jusletter 11. Februar 2013, *passim*; allg. zur *FINMA-Mitteilung 41 (2012)* – Aufsichtsrechtliche Massnahmen – Retrozessionen vom 26. November 2012: WEBER (FN 36), 406 sowie 408.

⁴²⁹ ROTH (FN 428), Rz. 2; die Autorin meinte dies indessen positiv, sah sie doch die FINMA durchaus im Rahmen ihrer legalen Kompetenz: a.a.O. Rz. 6.

[Rz 139] Die FINMA hält – in Bezug auf ihren Zuständigkeitsbereich korrekt – fest: «Die FINMA ist als Aufsichtsbehörde *nicht* für die Beurteilung und Durchsetzung *zivilrechtlicher Ansprüche* zwischen Beaufsichtigten und ihren Kunden zuständig»⁴³⁰; sie ergänzt diese Feststellung jedoch sogleich autonom und fordernd: «Sie [sc. die FINMA] *verlangt* von den *Banken* aber *aufsichtsrechtlich angemessene Vorkehrungen*»⁴³¹. Die FINMA scheint, wenn auch nicht explizit, von einer Expansivwirkung des Aufsichtsrechts⁴³² auszugehen: «Mit der vorliegenden Mitteilung fasst die FINMA die Anforderungen zusammen, die sich aus aufsichtsrechtlicher Sicht aus dem Urteil für die Beaufsichtigten unmittelbar ergeben»⁴³³.

[Rz 140] In der Folge *spekuliert* die FINMA: «Es ist nach heutigem Kenntnisstand wahrscheinlich, dass viele Bankkunden vom Urteil des Bundesgerichts betroffen sind»⁴³⁴. Offensichtlich allein auf Basis der bankrechtlichen «Gewährsbestimmung»⁴³⁵ stellt die FINMA *spezifische Forderungen* in Bezug auf das *privatrechtliche* Vertragsverhältnis, notabene zur «systematische[n] Einhaltung der massgebenden zivilrechtlichen Pflichten durch die Beaufsichtigten»⁴³⁶, konkret⁴³⁷: *Kontaktaufnahmepflicht* einerseits sowie *Informationspflicht* andererseits. Die FINMA spielt dabei bewusst die Macht des Faktischen aus⁴³⁸.

[Rz 141] Gegenüber der FINMA *nicht zu beanstanden* ist, dass sie sich für die Berücksichtigung von BGE 138 III 755 ausspricht⁴³⁹, stellt dies doch im Wesentlichen einen Teil der *regulären Legal Compliance* in der Finanzbranche dar. Die FINMA geht mit spezifischen Forderungen in dieser wohl zeitlich überstürzten Aufsichtsmitteilung indes wesentlich weiter bzw. zu weit⁴⁴⁰, womit diese Behörde u.a. die *Bedeutung von Urteilen* verkennt⁴⁴¹.

⁴³⁰ FINMA-Mitteilung 41 (2012): 3/5 (Hervorhebungen hinzugefügt); ebenso: a.a.O. 4/5 und 5/5; ausserdem: WEBER (FN 36), 408.

⁴³¹ FINMA-Mitteilung 41 (2012): 3/5 (Hervorhebungen hinzugefügt).

⁴³² Vgl. dazu vorne III. B.

⁴³³ FINMA-Mitteilung 41 (2012): 3/5.

⁴³⁴ FINMA-Mitteilung 41 (2012): 4/5.

⁴³⁵ FINMA-Mitteilung 41 (2012): 5/5 («aufsichtsrechtliche[s] Erfordernis einer einwandfreien Geschäftstätigkeit»); die «Gewähr» dient aber *nicht als Erlasskompetenz*: vgl. dazu vorne III. B.; gl.M.: BÜHLER (FN 39), 28 f. und 33; a.M.: ROTH (FN 428), Rz. 3 ff. (diese Autorin bezeichnet die «Gewähr» als eigentliche «Gretchenfrage»: a.a.O. Rz. 3).

⁴³⁶ FINMA-Mitteilung 41 (2012): 5/5.

⁴³⁷ FINMA-Mitteilung 41 (2012): 5/5: «Von den betroffenen Banken *verlangt* die FINMA daher folgende Vorkehrungen: (...) * zur Herstellung der notwendigen Transparenz haben die Banken alle potentiell betroffenen Kunden *zu kontaktieren* und über den Entscheid *in Kenntnis zu setzen*; * im Rahmen der Kontaktaufnahme haben die Banken diese Kunden darüber zu informieren, an welche Stelle innerhalb der Bank sich die Kunden für weitere Auskünfte wenden können; * die Kunden sind sodann auf Anfrage über den Umfang der erhaltenen Rückvergütungen zu informieren» (Hervorhebungen hinzugefügt).

⁴³⁸ FINMA-Mitteilung 41 (2012): 5/5: «Die FINMA wird die durch die Banken ergriffenen und geplanten Massnahmen im Rahmen der ordentlichen Aufsicht prüfen und überwachen».

⁴³⁹ FINMA-Mitteilung 41 (2012): 5/5: («dem Entscheid des Bundesgerichts ist im Rahmen der laufenden Geschäftstätigkeit umgehend Rechnung zu tragen»).

⁴⁴⁰ A.M.: ROTH (FN 428), Rz. 6, die zwar einräumt, dass sich die FINMA «klar fordernd und mahnend äussert», was «zu bedauern», jedoch «ohne weiteres nachvollziehbar» sei.

⁴⁴¹ Die diversen bundesgerichtlichen Urteile zur Thematik der Retrozessionen sind nicht in allen Teilen wirklich klar und eindeutig und sind im Übrigen ausschliesslich *rechtsverbindlich* für die *konkreten Prozessparteien*; die aktuelle Praxis ist zudem nicht für alle Zeiten unabänderlich, ganz im Gegenteil, gelangt doch das angelsächsische sog. *Prinzip des «stare decisis»* in der Schweiz nicht zur Anwendung.

[Rz 142] Die FINMA stellt in der Aufsichtsmitteilung – ohne gesetzliche Grundlage⁴⁴² – diverse Forderungen an die Banken, für die sie *nicht zuständig* ist⁴⁴³, beispielsweise weil es unmittelbar um Kundenbeziehungen geht, oder weil die Organisationsfreiheit der Unternehmungen betroffen ist. Schliesslich müssen die angeblich aufsichtsrechtlichen Vorgaben als *unverhältnismässig* bezeichnet werden⁴⁴⁴, gerade etwa die Forderung der FINMA, dass die Banken «alle potentiell betroffenen Kunden»⁴⁴⁵ kontaktieren (und informieren) müssen.

c. Exchange Traded Funds

aa. Grundverständnis

[Rz 143] Bei sog. *Exchange Traded Funds* (ETF)⁴⁴⁶ handelt es sich um Anlageprodukte, die in erster Linie einen Index nachbilden⁴⁴⁷, so dass sie im Markt und bei den Investoren als tendenziell risikolos gelten. ETF sind börsengehandelte Fonds oder m.a.W. *offene kollektive Kapitalanlagen*, die an einer *Börse kotiert* sind⁴⁴⁸. Heutzutage erweisen sich ETF als äusserst populär, werden doch momentan an der SIX Swiss Exchange ca. 1'300 ETF gehandelt.

[Rz 144] Das Kollektivanlagenrecht sieht keine Legaldefinition für ETF vor⁴⁴⁹. In der Doktrin ist vor diesem Hintergrund umstritten, *ob* das KAG *anwendbar* ist auf ETF⁴⁵⁰ (oder eben nicht, so dass eine entsprechende Bewilligungspflicht generell in Frage gestellt werden muss). Die *Praxis der FINMA*, im Wesentlichen gestützt auf zwei Aufsichtsmitteilungen⁴⁵¹, ist allerdings eindeutig⁴⁵²: ETF gelten als bewilligungspflichtig, als bewilligungsfähig und haben in diesem Zusammenhang zahlreiche Voraussetzungen zu erfüllen⁴⁵³.

bb. Kritik

[Rz 145] Die FINMA äusserte sich im Jahr 2011 gleich in *zwei Aufsichtsmitteilungen* zu ETF⁴⁵⁴, nämlich einerseits in der FINMA-Mitteilung 23 (2011) vom 29. April 2011 sowie andererseits in der FINMA-Mitteilung 29 (2011) vom 21. September 2011. Zentrale Hintergründe waren die *zunehmende Beliebtheit der ETF* im Publikum (und deren wachsende wirtschaftliche Bedeutung)

⁴⁴² Aufsichtsmitteilungen der FINMA sind *generell rechtsstaatlich zweifelhaft*: MONSCH/VON DER CRONE (FN 83), 654 ff.; KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 254 ff.

⁴⁴³ WINZELER (FN 176), 448; MONSCH/VON DER CRONE (FN 83), 654; BÜHLER (FN 39), 33; generell zur Thematik: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 256 («wirkt faktisch»); ROTH (FN 428), Rz. 2 ff.

⁴⁴⁴ Gl.M.: WINZELER (FN 176), 448 f.; MONSCH/VON DER CRONE (FN 83), 654.

⁴⁴⁵ FINMA-Mitteilung 41 (2012): 5/5.

⁴⁴⁶ Detailliert: JUTZI/MÜLLER (FN 185), *passim*; THOMAS JUTZI/SIMON SCHÄREN, Grundriss des schweizerischen Kollektivanlagenrechts (Bern 2014), N 837 ff.; SIMON SCHÄREN, Bewilligung und Genehmigung von Exchange Traded Funds (ETFs) gemäss Kollektivanlagengesetz (KAG), AJP 21 (2012) 341–352, 341 ff.

⁴⁴⁷ Zur sog. *Indexreplikation*: JUTZI/SCHÄREN (FN 446), N 843 ff.

⁴⁴⁸ Vgl. JUTZI/MÜLLER (FN 185), 418.

⁴⁴⁹ Statt aller: SCHÄREN (FN 446), 342.

⁴⁵⁰ SCHÄREN (FN 446), 343 ff.

⁴⁵¹ Vgl. dazu hinten IV. B. 3. c) bb).

⁴⁵² Hinweise zur FINMA-Praxis: JUTZI/MÜLLER (FN 185), 430; JUTZI/SCHÄREN (FN 446), N 850 ff. und v.a. N 853 f.; SCHÄREN (FN 446), 350 f.

⁴⁵³ Es erfolgt bei ETF sogar eine *Erschwerung* gegenüber anderen Anlageinstrumenten.

⁴⁵⁴ Übersicht: JUTZI/MÜLLER (FN 185), 430.

sowie die intensive Diskussion auf internationaler Ebene⁴⁵⁵; die FINMA hatte ausserdem ETF einer *vertieften Prüfung und Analyse* unterzogen⁴⁵⁶.

[Rz 146] Die *FINMA-Mitteilung 23 (2011)* macht einleitend einen beschränkten Zweck geltend⁴⁵⁷. In der Folge behauptet jedoch die FINMA apodiktisch die *generelle Anwendbarkeit des KAG* auf schweizerische sowie auf ausländische ETF und hält fest, dass die «üblichen Genehmigungsvoraussetzungen nach Art. 25 ff. KAG und Art. 35 ff. KKV erfüllt» sein müssen⁴⁵⁸. Schliesslich wird ausgeführt, dass die Qualifikation als ETF dazu führt, dass *zusätzliche Bedingungen* betreffend Börsenkotierung und Market Making zu erfüllen sind⁴⁵⁹.

[Rz 147] Mit der *FINMA-Mitteilung 29 (2011)* strebt die FINMA nur, aber immerhin an, die Bewilligungsträger «über die Voraussetzungen der Genehmigung von schweizerischen als auch von in oder von der Schweiz aus zum öffentlichen Vertrieb angebotenen ausländischen ETF [zu] informieren»⁴⁶⁰. Im Hinblick auf die Bewilligungsfähigkeit von ETF stellt die FINMA aber in der Folge weitere Anforderungen auf⁴⁶¹, notabene für die *Bezeichnung «ETF»* sowie für die *Transparenz der Fondsdokumente* von schweizerischen ETF.

[Rz 148] Die FINMA verfügt über *keine regulatorische Kompetenz* betreffend ETF⁴⁶²; die beiden Aufsichtsmitteilungen vermögen ausserdem die erforderliche rechtliche Basis nicht zu kompensieren. D.h. die Praxis der FINMA – erst recht die zusätzlichen Anforderungen bzw. *Erschwerungen* bei ETF⁴⁶³ gegenüber «normalen» kollektiven Anlagen – ist *de lege lata* gesetzeswidrig⁴⁶⁴. In der Doktrin finden sich deshalb Stimmen, die eine *Lösung de lege ferenda* vorschlagen (z.B. Ausdehnung des Geltungsbereichs durch Revision von Art. 2 KAG)⁴⁶⁵.

455 FINMA-Mitteilung 23 – Kollektive Kapitalanlagen vom 29. April 2011: 3/15.

456 FINMA-Mitteilung 29 (2011) – Kollektive Kapitalanlagen und Vertrieb vom 21. September 2011: 3/7.

457 FINMA-Mitteilung 23 (2011): 3/15: «Die vorliegende Mitteilung hat (...) *lediglich zum Ziel*, die einzelnen Genehmigungsvoraussetzungen für schweizerische und ausländische ETFs, die in oder von der Schweiz aus öffentlich vertrieben werden, *in Erinnerung zu rufen*» (Hervorhebungen hinzugefügt).

458 FINMA-Mitteilung 23 (2011): 3/15.

459 Eine Begründung für solche «zusätzliche Bedingungen» – z.B. die Nennung von Rechtsnormen – fehlt: FINMA-Mitteilung 23 (2011): 3/15.

460 FINMA-Mitteilung 29 (2011): 3/7.

461 FINMA-Mitteilung 29 (2011): 6 f./7.

462 ETF stellen unter dem aktuellen Recht keine kollektiven Kapitalanlagen im Rahmen von Art. 7 Abs. 1 KAG dar: «Dies hat zur Folge, dass ETF dem KAG *nicht unterstellt* sind und in der Folge *keiner Bewilligungspflicht* unterstehen» (JUTZI/MÜLLER [FN 185], 433; Hervorhebungen hinzugefügt).

463 Hinweise: JUTZI/MÜLLER (FN 185), 436 f.; SCHÄREN (FN 446), 350 f.

464 SCHÄREN (FN 446), 351; zudem JUTZI/MÜLLER (FN 185), 437: «Aufgrund dieser Umstände ist festzustellen, dass die FINMA bei der Bildung elementarer Kriterien von ETF *ohne ausreichende demokratische Legitimation* (i.e. Rechtsetzung durch Rundschreiben, keine Kompetenz zum Erlass einer Verordnung) handelt und folglich das *Legalitätsprinzip* von Art. 5 Abs. 1 BV *verletzt*» (Hervorhebungen hinzugefügt).

465 In diesem Sinn: JUTZI/MÜLLER (FN 185), 438 f.

V. Legalität sowie Rechtsstaatlichkeit

A. FINMA-Regulierung

[Rz 149] In der Doktrin ist die *rechtsstaatliche Kritik* an der *Regulierung der FINMA* vorherrschend⁴⁶⁶. Die entsprechenden Vorwürfe der h.L. werden jedoch – notabene mit gutem Grund – *nicht immer gegen die FINMA* gerichtet. Nicht selten geht es weniger um ein behördliches Überborden der Aufsichtsbehörde als um (teils bewusste) «Versäumnisse» des Gesetzgebers oder des BR; es überrascht deshalb nicht, dass der BR «den Vorwurf, die FINMA reguliere übermässig viel und damit unverhältnismässig, als unbegründet» zurückweist⁴⁶⁷.

[Rz 150] Es scheint, dass immer wieder *Verantwortungen* «abgeschoben» werden an die FINMA. Dies beginnt bereits auf der Hierarchiestufe der Bundesgesetze⁴⁶⁸, also mit dem an sich bewährten *Konzept der Rahmengesetze*: «M.E. wird durch die Rahmengesetze faktisch die Legislativkompetenz verschoben, was den *Machttransfer rechtsstaatlich bedenklich* erscheinen lässt (Stichwort: Gewaltenteilung)»⁴⁶⁹. Immerhin muss festgehalten werden, dass sich die FINMA gegenüber den hierarchisch höheren Rechtssetzern noch nie gegen solche Kompetenzübertragungen zur Wehr gesetzt oder klarere Vorgaben für sich verlangt hat.

[Rz 151] Die *Macht des Faktischen* hat heute zu einer *Behördenmacht des Faktischen* zugunsten der FINMA geführt, d.h. insbesondere ihre Rundschreiben, ihre Aufsichtsmitteilungen etc. werden in der Praxis *faktisch wie Rechtssätze beachtet*, obwohl sie weder rechtsverbindlich noch demokratisch legitimiert sind. Keine legale Basis haben die *Aufsichtsmitteilungen* der FINMA⁴⁷⁰ und rechtsstaatlich besonders bedenklich sind zudem diejenigen Rundschreiben, mit denen die *FINMA unzuständig ins Privatrecht* «eingreift» (bzw. eingreifen möchte)⁴⁷¹.

B. Exkurs: Aufsichtstätigkeit der FINMA

[Rz 152] In der legislativen Bezeichnung der FINMA als «Eidgenössische Finanzmarktaufsicht» (Art. 4 Abs. 2 FINMAG) gelangt bloss ungenügend zum Ausdruck, dass es sich bei dieser Bundesbehörde nicht nur um eine *Aufsichtsbehörde*, sondern ebenfalls um eine *Regulierungsbehörde* handelt⁴⁷². In der Praxis kommt es denn auch gelegentlich zur einer «Verwischung» bzw. zu einer Aufweichung dieser konzeptionell klar zu unterscheidenden Funktionen⁴⁷³. Dies kann durchaus

⁴⁶⁶ Auswahl: KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), N 249 ff.; WINZELER (FN 176), 444 ff. sowie 447 ff.; MONSCH/VON DER CRONE (FN 83), 654 ff.; GROB/VON DER CRONE (FN 295), 855 ff.; BÜHLER (FN 24), 472 ff. sowie 477 f.; JUTZI (FN 265), 214 f.

⁴⁶⁷ Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 30/49; explizit wurde in diesem Zusammenhang auf KILGUS (FN 207), Rz. 159 verwiesen (a.a.O. 30, FN 126/49).

⁴⁶⁸ Ebenfalls als rechtsstaatlich bedenklich auf Ebene der finanzmarktrechtlichen *Gesetzgebung* wird die zunehmende «Ad-hoc-Legiferierung» erachtet: BÜHLER (FN 24), 472 f.

⁴⁶⁹ KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), 250 a.E. (Hervorhebung im Original); in der Analyse ähnlich auch BÜHLER (FN 24), 473: «In einem Gesetz, das von einer Aufsichtsbehörde administriert wird, hat dies [sc. das Bestehen eines Rahmengesetzes] zur Folge, dass nicht primär der Entscheidungsspielraum der Marktteilnehmer, sondern jener der *Aufsichtsbehörde* erweitert wird» (Hervorhebung im Original); zudem: DERS. (FN 39), 26; allg.: ZYSSET (FN 207), N 709 m.w.H.; FLEINER (FN 342), 768 f.

⁴⁷⁰ Vgl. dazu vorne IV. B. 3.; vgl. KUNZ, Finanzmarktregulierung (FN 5), 254 ff.

⁴⁷¹ Vgl. dazu vorne IV. B. 2.

⁴⁷² Insofern wäre ohne Zweifel die Benennung als «*Finanzmarktbehörde*» korrekt(er) gewesen.

⁴⁷³ Die «Verwischung» zwischen der Rechtssetzung sowie der Rechtsanwendung unterminiert potentiell das für einen Rechtsstaat zentrale *Gewaltenteilungsprinzip*; allg.: BÜHLER (FN 24), 474 f.; DERS. (FN 39), 34; KUNZ, Finanz-

zu einer «Grenzenlosigkeit» und sogar zu *Interessenkonflikten* bei der FINMA führen und «kratz am Grundsatz der Gewaltenteilung»⁴⁷⁴.

[Rz 153] Unklar und umstritten ist beispielsweise, ob die *Rundschreiben* als Rechtssetzung oder als Rechtsanwendung qualifiziert werden müssen⁴⁷⁵, und rechtlich noch weniger fassbar sind die *weiteren offiziellen «Regularien»* der FINMA⁴⁷⁶. Die *Macht des Faktischen* – nicht allein bei der Regulierung, sondern ebenso bei der Aufsicht als solcher – wird durch die FINMA, durch das Bundesgericht sowie durch die Doktrin teils ignoriert und schwächt den Rechtsstaat weiter. Es muss – leider – eine *konturenlose Rechtsunsicherheit* betreffend einige Aktivitäten der FINMA konstatiert werden, was unter rechtsstaatlichem Aspekt inakzeptabel erscheint.

[Rz 154] Dass die FINMA in der Praxis *intensiv interveniert*, ohne dass ein angemessener Rechtsschutz besteht, zeigt sich – als Beispiel – anhand eines Urteils des Bundesgerichts aus dem Jahr 2014⁴⁷⁷. Die FINMA ging mit *zwei Briefen* auf eine geldwäschereirechtliche Selbstregulierungsorganisation (SRO) zu. Das erste Schreiben enthielt in Bezug auf das SRO-Reglement eine *Empfehlung* zur Anpassung; der zweite Brief war eine *Aufforderung*, das Reglement in sieben konkreten Punkten zu ändern und der FINMA innert sechs Wochen einzureichen⁴⁷⁸. Nach Ansicht des Bundesgerichts lag *keine Verfügung* und damit *kein Anfechtungsobjekt* vor, so dass sich die SRO nicht zur Wehr setzen konnte⁴⁷⁹. Dies ist fragwürdig:

[Rz 155] «Das Urteil erscheint dem Verfasser *rechtsstaatlich bedenklich*. Einer Behörde – beispielsweise der FINMA – wird ein (zu) grosser Spielraum eingeräumt, wenn bei der Auslegung von Art. 5 VwVG [sc. Verfügungsbegriff] die *Macht des Faktischen ignoriert* wird. Die SRO (und auch die Finanzintermediäre) können es sich realiter nicht erlauben, Empfehlungen, Hinweise, Wünsche etc. (Motto: wink wink) nicht nachzukommen. Die Rechtsstaatlichkeit muss bei *Rechtssetzungen* einerseits und bei *Rechtsanwendungen* andererseits hochgehalten werden und das Bundesgericht sollte dies etwas realistischer handhaben»⁴⁸⁰.

VI. Schlussbemerkungen

A. Notwendige (Detail-)Änderungen

[Rz 156] Die bundesrätlichen Einschätzungen aus dem Jahr 2014 im Bericht BR re FINMA 2014⁴⁸¹ erscheinen, unter dem Aspekt der *Rechtsstaatlichkeit*, in regulatorischer Hinsicht (noch) *etwas*

marktregulierung (FN 5), N 261 f.; zumindest ein Teil der Doktrin differenziert die Themen weniger kategorisch: «Rechtssetzung und Rechtsanwendung stehen einander nicht diametral gegenüber» (MÜLLER [FN 28], 763); zudem: FLEINER (FN 342), 768 ff.

⁴⁷⁴ ZYSSET (FN 207), N 709 a.E.; vgl. auch MONSCH/VON DER CRONE (FN 83), 655 f.; FLEINER (FN 342), 769 hält fest: «Dass nur die eine von zwei unterschiedlichen und getrennten Gewalten allein neues Recht schaffen und die andere das bestehende Recht anwenden kann, ist eine elementare Voraussetzung des Rechtsstaates».

⁴⁷⁵ Vgl. dazu vorne IV. A. 3. a) bb).

⁴⁷⁶ Vgl. dazu vorne IV. A. 3. a) cc).

⁴⁷⁷ Urteil des Bundesgerichts 2C_1184/2013 vom 17. Juli 2014.

⁴⁷⁸ Urteil des Bundesgerichts 2C_1184/2013 vom 17. Juli 2014: Sachverhalt A.

⁴⁷⁹ Urteil des Bundesgerichts 2C_1184/2013 vom 17. Juli 2014: Erw. 2./Erw. 3.; auf dieses Urteil bezog sich ebenfalls der BR im Bericht BR re FINMA 2014 (FN 156), 36/49.

⁴⁸⁰ PETER V. KUNZ, Die wirtschaftsrechtliche Rechtsprechung des Bundesgerichts in den Jahren 2014/2015: Gesellschaftsrecht sowie Finanzmarktrecht, 58 (Hervorhebungen im Original).

⁴⁸¹ Vgl. dazu vorne IV. A. 3. c).

«schönfärberisch» und sollten wohl eher politisch als juristisch verstanden werden. Die Finanzmarktregulierung im Allgemeinen sowie v.a. die *Regulierung der FINMA* im Besonderen weisen in weiten Teilen rechtsstaatliche Problembereiche auf, was anhand zahlreicher Rundschreiben und Aufsichtsmittelungen aufgezeigt werden kann⁴⁸².

[Rz 157] Dies soll allerdings *nicht* bedeuten, dass ein *regulatorischer «Kahlschlag»* für das schweizerische Finanzmarktrecht nötig oder sinnvoll wäre. Es bedarf wohl keiner detaillierten Begründung, dass Finanzmarktregulierungen *nicht kategorisch in Frage* zu stellen sind: «Ohne Regulierung können die Beaufsichtigten in einem international regulierten Umfeld nicht tätig sein»⁴⁸³, oder m.a.W.: «Globale Finanzmärkte sind ohne Regulierung nicht denkbar»⁴⁸⁴. Indes besteht in der Schweiz in diesem Bereich ein rechtsstaatlicher Handlungsbedarf in *formeller* Hinsicht, und in *materieller* Hinsicht sollte sich die FINMA auf ihre eigenen Zuständigkeiten beschränken sowie vermehrt das Verhältnismässigkeitsprinzip berücksichtigen⁴⁸⁵.

[Rz 158] Die Rechtspolitik erweist sich momentan als äusserst aktiv im Bereich der Finanzmarktregulierung. Diverse *parlamentarische Vorstösse*, notabene in den Jahren 2016 sowie 2017, befassen sich mit der Finanzmarktregulierung im Allgemeinen sowie mit der Regulierung der FINMA im Besonderen. Thematisiert werden v.a. *Rechtsstaatsaspekte* auf der einen Seite⁴⁸⁶ sowie *Kostenaspekte* auf der anderen Seite⁴⁸⁷. Der politische Wille scheint dahin zu gehen, dass die FINMA in Zukunft regulatorisch zurückhaltender auftreten soll, und dass künftig die *rechtsstaatlichen Aspekte* (z.B. Gewaltenteilung) *stärker gewichtet* werden⁴⁸⁸.

[Rz 159] Der primäre Rechtssetzer zum Finanzmarktrecht auf Bundesebene – konkret also das Bundesparlament – muss das *finanzmarktrechtliche Regulierungsprimat* in erster Linie gegenüber der faktisch heute dominierenden FINMA wieder erlangen und realiter wahrnehmen. Selbst bei Aufrechterhaltung des heutigen Systems gäbe es entsprechende *parlamentarische Möglichkeiten*, nämlich beispielsweise⁴⁸⁹ eine zeitliche Begrenzung für Verordnungen («Sunset Clauses»), häufigere Genehmigungsvorbehalte oder ein Verordnungsveto.

482 Vgl. dazu vorne IV. B. 2./3.

483 NOBEL (FN 10), § 7 N 58 a.E.; ähnlich: Richtlinien EFD (FN 201), 3/8; TAISCH (FN 4), Kapitel 1 N 63 hält fest: «Regulierung hat – mit Augenmass erlassen – einen unzweifelhaften Nutzen».

484 Zitat: VON DER CRONE/LINDER (FN 2), 738.

485 Vgl. JANS/PASSARDI (FN 3), 708.

486 Die Motion 17.3317 (Klare Verantwortlichkeiten zwischen Finanzmarktpolitik und Finanzmarktaufsicht) von NR MARTIN LANDOLT – als Beispiel – strebt «eine klarere Trennung zwischen den Verantwortlichkeiten des Bundesrates für die Finanzmarktpolitik und -strategie sowie die Regulierung einerseits und der Zuständigkeit der Eidgenössischen Finanzmarktaufsicht (Finma) für die operative Aufsichtstätigkeit andererseits» (Ziff. 1) an; die vom BR unterstützte Motion wurde angenommen.

487 Im Fokus stehen die *FINMA-Rundschreiben*: Postulat 17.3620 (Transparenz über Regulierungskosten durch Finma-Rundschreiben) von SR HANNES GERMANN; Postulat 17.3566 (Transparenz über Kostenfolgen der Finma-Rundschreiben) von NR KARL VOGLER.

488 Vgl. Motion 17.3976 (Gewaltentrennung in der Finanzmarktregulierung) der Kommission für Wirtschaft und Abgaben NR; während die «Regulierung im Bereich des Finanzmarktes ausschliesslich dem Parlament und dem Bundesrat obliegt», soll sich die FINMA auf die Aufsichtstätigkeit als ihre eigentliche «Kernaufgabe» konzentrieren (a.a.O.); diese Motion wurde vom NR als Erstrat am 6. März 2018 überaus deutlich mit 126:52 Stimmen *angenommen*.

489 Mit diesen rechtspolitischen Vorschlägen: GROB/VON DER CRONE (FN 295), 858 f.

B. Grundlegende Änderungen?

[Rz 160] Im Bundesparlament wird schliesslich, mit mehreren Vorstössen, rechtspolitisch eine «Regulierungsbremse» zur Diskussion gestellt (Beispiel: Prinzip «One in, one out»). Ein solcher Mechanismus würde sich ohne Zweifel gerade auf die Finanzmarktregulierung im Allgemeinen auswirken; eine «Regulierungsbremse» dürfte jedoch auch die *Regulierung der FINMA* im Besonderen «bremsen», soll der Mechanismus doch ebenfalls bei «Verordnungen, verwaltungsinternen Richtlinien usw.»⁴⁹⁰ zur Anwendung gelangen.

[Rz 161] Eine *verschärfte Staatshaftung* der FINMA (Art. 19 FINMAG) würde de lege ferenda wohl wenig Sinn machen. Doch das Bundesparlament kann sich – trotz Unabhängigkeit der FINMA – nicht aus der Verantwortung «stehlen», hat es doch seine *parlamentarische Oberaufsicht* gegenüber der FINMA wahrzunehmen (Art. 21 Abs. 4 FINMAG).

[Rz 162] Einen eigentlichen *Systemwechsel* in der Schweiz, gerade was die Legalität sowie die demokratische Absicherung von Regulierungen (notabene nicht ausschliesslich im Finanzbereich) betrifft, würde die Einführung der *Bundesverfassungsgerichtsbarkeit* und damit die ersatzlose Aufhebung von Art. 190 BV darstellen, die beispielweise im Jahr 2011 – notabene unterstützt vom BR⁴⁹¹ – thematisiert (und abgelehnt) wurde. Ob sich in dieser Hinsicht in Zukunft irgendwelche Entwicklungen ergeben werden, erscheint *völlig offen*.

Prof. Dr. PETER V. KUNZ, Rechtsanwalt, LL.M. (Georgetown University Law Center) ist Ordinarius für Wirtschaftsrecht und für Rechtsvergleichung an der Universität Bern, geschäftsführender Direktor des Instituts für Wirtschaftsrecht (www.iwr.unibe.ch) sowie Dekan der Rechtswissenschaftlichen Fakultät.

Der Autor forscht, lehrt und publiziert im Schwerpunktbereich *Finanzmarktregulierung* und bedankt sich bei Rechtsanwalt ALEX CHRISTEN sowie bei MLaw KIRIL HASLEBACHER, wissenschaftliche Assistenten an seinem Lehrstuhl, für ihre Unterstützung bei diesem Aufsatz. Prof. KUNZ betreut für Jusletter seit vielen Jahren die *Redaktion zum Wirtschaftsrecht*.

⁴⁹⁰ HANS-UELI VOGT/MAGDALENA MARTULLO-BLOCHER, Eine erprobte, wirksame Regulierungsbremse, NZZ vom 12. Oktober 2017.

⁴⁹¹ Stellungnahme BR Verfassungsgerichtsbarkeit: BBl 2011 7595, 7600; NZZ Nr. 229 (2011), 11 («Auch Bundesgesetze prüfen – Bundesrat für Ausbau der Verfassungsgerichtsbarkeit»).