

GesKR

1 | 2025

GESELLSCHAFTS- UND KAPITALMARKTRECHT

SONDERDRUCK

HERAUSGEBER

Dr. Daniel Daeniker
Dr. Frank Gerhard
Dr. Urs Kägi
Prof. Dr. Hans-Ueli Vogt
Prof. Dr. Rolf Watter
Matthias Wolf

SCHRIFTLEITUNG

Dr. Andreas Müller (Vorsitz)
Dr. Joel Fischer
Patrick Schärli
Dr. Patrick Schmidt
Dr. Linus Zweifel



Andreas Bohrer*

Selbstregulierung als Wettbewerbsvorteil

Überlegungen zu FinfraG-Revision
und Nachhaltigkeitsregeln

Inhaltsübersicht

- I. Selbstregulierung im Kontext der «Better Regulation»
 1. Freie, autonome Selbstregulierung
 2. Gesteuerte Selbstregulierung bzw. «Co-Regulierung»
 - 2.1. Selbstregulierung als gesetzlicher Auftrag an die FINMA
 - 2.2. Anerkennung der Selbstregulierung als Mindeststandard
 - 2.3. Gespanntes Verhältnis der FINMA zur Selbstregulierung?
 3. «Better Regulation» und Selbstregulierung
- II. Selbstregulierung am Beispiel der Corporate Governance
 1. Swiss Code of Best Practice als freie Selbstregulierung
 2. Selbstregulierung in Ergänzung zum Aktienrecht
 3. Selbstregulierung als Teil des regulatorischen Smart Mix
- III. Regulierungsproblematik im Bereich Nachhaltigkeit
 1. «The Hardening of Soft Law» als regulatorische Sackgasse
 2. Fallbeispiel EU CSRD und CSDDD
 3. Lehren für die Gesetzgebung in der Schweiz
 4. Selbstregulierung als Weg aus der Sackgasse
- IV. Selbstregulierung im Finanzmarktbereich
 1. Bewährte Selbstregulierung im Finanzbereich
 2. FinfraG-Revision als Angriff auf die Emittenten-Selbstregulierung
 - 2.1. Abschaffung der Emittenten-Selbstregulierung?
 - 2.2. Schweizerische Selbstregulierung im internationalen Kontext
 - 2.3. Enforcementverfahren und neue Strafbestimmungen
 3. Lehren für die Gesetzgebung in der Schweiz
- V. Fazit: Selbstregulierung als Wettbewerbsvorteil nutzen

«Self-regulation has proven its worth as an alternative form of regulation for Swiss finance and is a cornerstone of Switzerland's financial market architecture.»

Eidg. Bankenkommission (EBK), 2007¹

Selbstregulierung mit ihren Vorteilen von Marktnähe und Akzeptanz, Effizienz und Effektivität, Flexibilität, Transparenz und Vertrauen sowie Verringerung der Staatslast ist ein Wettbewerbsvorteil für den Wirtschaftsstandort und ein wesentlicher Pfeiler des Erfolgsmodells Schweiz. Sie war, im Gegensatz zu vielen staatlichen Regulierungen, nie Ursache grösserer Regulierungsversagen geschweige denn Finanzmarktkrisen. Gleichwohl wird ihr Wert auch heute nicht überall verstanden und geschätzt, und neuere Gesetzgebungsvorhaben zielen gar auf ihre Schwächung oder Abschaffung hin. Anhand dreier Fallbeispiele aus den Bereichen Corporate Governance, Nachhaltigkeitsregeln und Finanzmarktregulierung wird dargelegt, in welchen Konstellationen und in welcher Hinsicht Selbstregulierung der staatlichen Rechtsetzung überlegen ist bzw. sie sinnvoll ergänzt und konkretisiert. Abzulehnen ist das Ansinnen in der aktuellen Vernehmlassungsvorlage zur FinfraG-Revision, die Emittenten-Selbstregulierung durch staatliche Regulierung zu ersetzen. Zudem wird aufgezeigt, dass Selbstregulierung vermehrt als Kernstück einer «*better regulation*» im schweizerischen Wirtschaftsrecht genutzt werden kann und soll.

I. Selbstregulierung im Kontext der «Better Regulation»

Selbstregulierung wird vorab einmal als «die Schaffung von Regeln durch einen begrenzten Kreis von Menschen oder Unternehmen für sich selber» verstanden.² In einem

* Prof. Dr. Andreas Bohrer ist Titularprofessor für Handels- und Kapitalmarktrecht an der Universität Zürich und Group General Counsel und Company Secretary der Lonza-Gruppe. Er befasst sich im Rahmen seiner beruflichen Tätigkeit sowie in den Gremien der Wirtschaftsverbände *economiesuisse*, *SwissHoldings* und *Scienceindustries* eng mit den Fragestellungen dieses Beitrags. Die vorliegend vertretenen Ansichten sind diejenigen des Autors und nicht notwendigerweise jene der erwähnten Institutionen.

¹ Eidgenössische Bankenkommission (EBK), Selbstregulierung im Schweizer Finanzsektor, Juli 2007, https://www.finma.ch/finmaarchiv/ebk/d/publik/medienmit/20070704/20070704_02_d.pdf (zuletzt besucht am 12. Januar 2025), zit. EBK-Bericht Selbstregulierung, 5.

² BSK FINMAG-WINZELER, Art. 7 N 85 m.w.H.

weiteren Sinne umfasst Selbstregulierung aber nicht nur die *Schaffung* von Regeln, sondern auch deren *Durchsetzung*.³ Vereinfacht wird Selbstregulierung auch als Antithese zu staatlicher Rechtsetzung definiert,⁴ was ausserhalb der *freien Selbstregulierung* im Anwendungsbereich der *gesteuerten Selbstregulierung* bzw. *Co-Regulierung* aber zu kurz greift.

1. Freie, autonome Selbstregulierung

«Freie», «echte» oder «autonome» Selbstregulierung (oder Selbstregulierung i.e.S.⁵) ist gegeben, wenn Private ohne staatlichen Auftrag und ohne staatliche Mitwirkung eine Regelungsordnung schaffen und sie durchsetzen.⁶ Sie ist Ausfluss der Privatautonomie und Wirtschaftsfreiheit⁷ und ihre Regeln stellen gemäss JUTZI⁸ grundsätzlich keine Rechtssätze objektiven Rechts dar, sondern sind Rechtsgeschäfte subjektiven Rechts, mit Wirkung *inter partes* statt *erga omnes*, und privatrechtlicher Natur. Freie Selbstregulierung existiert im Finanzsektor⁹ wie auch ausserhalb; eines der eminenten Beispiele ist der *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*, der vom Wirtschaftsdachverband *economiesuisse* verfasst und publiziert wird.¹⁰

2. Gesteuerte Selbstregulierung bzw. «Co-Regulierung»

Erfolgt Selbstregulierung unter staatlicher Mitwirkung, so wird von «gesteuerter», «unechter», «obligatorischer», «gelenkter», «anerkannter», «gemischter», «instrumenteller» oder «regulierter» Selbstregulierung bzw. «Co-Regulierung» oder «Selbstregulierung i.w.S.»¹¹ gesprochen.¹² Die staatliche Mitwirkung kann unterschiedliche

Ausgestaltungen und Intensitätsgrade aufweisen, etwa die *obligatorische* Selbstregulierung (wenn ein Gesetz einen Selbstregulierungsauftrag an private Organisationen erteilt),¹³ die *explizit ermächtigte* Selbstregulierung (wenn ein Gesetz eine Ermächtigung zur Selbstregulierung mit entsprechender Delegation der Rechtsetzungskompetenz vorsieht),¹⁴ und bei einem *Rahmengesetz* mit Grundsatzordnung (wenn ein Gesetz die Grundsätze festlegt, die Konkretisierung aber ohne explizite Ermächtigung offenlässt).¹⁵

Selbstregulierung bei staatlichem Druck bzw. zur Vermeidung von staatlichen Regelungen ist m.E. hingegen als freie Selbstregulierung zu qualifizieren, und nicht als Co-Regulierung.¹⁶

2.1. Selbstregulierung als gesetzlicher Auftrag an die FINMA

Im Finanzmarktbereich sind die Regeln des FINMAG zu beachten, und dabei namentlich Art. 7 FINMAG mit seinen Regulierungsgrundsätzen.¹⁷ Nach Art. 7 Abs. 2 FINMAG reguliert die FINMA als Behörde «*nur, soweit dies mit Blick auf die Aufsichtsziele nötig ist*» und berücksichtigt dabei insbesondere die Regulierungskosten, die Auswirkungen auf die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz, die unterschiedlichen Geschäftstätigkeiten und Risiken der Beaufsichtigten, und die internationalen Mindeststandards. Die FINMA, so Art. 7 Abs. 3 FINMAG, «*unterstützt die Selbstregulierung und kann diese im Rahmen ihrer Aufsichtsbefugnisse als Mindeststandard anerkennen und durchsetzen.*»

Art. 7 FINMAG enthält im vorliegenden Kontext zwei klare, relevante gesetzliche Aufträge an die FINMA als Aufsichtsbehörde: Einerseits darf die FINMA nach Abs. 2 im Sinne der *Subsidiarität* nur regulieren, soweit der Grundsatz der Verhältnismässigkeit i.w.S. erfüllt ist, d.h. die Regulierung kumulativ die Erfordernisse von Geeignetheit, Erforderlichkeit und Zumutbarkeit erfüllt und den im öffentlichen Interesse verfolgten Zweck mit möglichst milden Mitteln herbeiführt; «*wo ein weniger in die Freiheit der Märkte und Unternehmen eingreifendes oder für den Staat weniger aufwändiges Mittel zum selben Ziel führt, ist ihm der Vorrang einzuräumen.*»¹⁸ Andererseits muss die FINMA die Selbstregulierung unterstützen, woraus folgt, «*dass die FINMA jeweils überprüfen muss, ob das Ziel eines konkreten Regulierungs-*

³ THOMAS JUTZI, Anerkannte Mindeststandards als «Zwitterform» der Finanzmarkt(selbst)regulierung, in: Kunz/Weber/Lienhard/Fargnoli/Kren Kostkiewicz (Hrsg.), Berner Gedanken zum Recht: Festgabe der Rechtswissenschaftlichen Fakultät der Universität Bern für den Schweizerischen Juristentag, Festschrift Bern 2014, 197 ff., 198, und EBK-Bericht Selbstregulierung, 9, die hierfür zwischen den Begriffen «Selbstreglementierung» und «Selbstregulierung», auf Französisch «*auto-réglementation*» und «*auto-régulation*» und auf Englisch «*setting of industry standards*» und «*self-regulation*» unterscheiden. URS ZULAUF, Koregulierung statt Selbstregulierung, in: Jusletter 4. November 2013, Rz. 10 verwendet die Begriffe «Selbstreglementierung» und «Selbstüberwachung».

⁴ ARNOLD MARTI, Selbstregulierung anstelle staatlicher Gesetzgebung?, ZBl 2000, 561 ff.

⁵ BSK FinfraG-DAENIKER/WALLER, Art. 27 N 12.

⁶ EBK-Bericht Selbstregulierung, 10; JUTZI (FN 3), 201 f.; MARTI (FN 4), 566.

⁷ JUTZI (FN 3), 201 f.; EBK-Bericht Selbstregulierung, 10.

⁸ JUTZI (FN 3), 201 f.; so auch BSK FinfraG-DAENIKER/WALLER, Art. 27 N 12.

⁹ BSK FINMAG-WINZELER, Art. 7 N 178 ff. m.w.H.

¹⁰ Dazu mehr hinten, Kap. II.

¹¹ BSK FinfraG-DAENIKER/WALLER, Art. 27 N 11.

¹² JUTZI (FN 3), 202 f.; BSK-FINMAG-WINZELER, Art. 7 N 86; ZULAUF (FN 3), Rz. 17 ff.; MARTI (FN 4), 562 f. m.w.H. auf die reiche Praxis.

¹³ EBK-Bericht Selbstregulierung, 10; MARTI (FN 4), 572 f.

¹⁴ JUTZI (FN 3), 203.

¹⁵ JUTZI (FN 3), 203.

¹⁶ A.M. JUTZI (FN 3), 203.

¹⁷ Die Regulierungsgrundsätze waren im Vorentwurf der Expertenkommission noch nicht enthalten, sondern wurden vom Bundesrat aufgrund der Vernehmlassung vorgeschlagen: BSK FINMAG-WINZELER, Art. 7 N 2. Hintergrund von Art. 7 FINMAG war die Sorge betreffend Überregulierung des Finanzmarktes: BSK FinfraG-DAENIKER/WALLER, Art. 27 N 3; ZULAUF (FN 3), Rz. 27.

¹⁸ BSK FINMAG-WINZELER, Art. 7 N 74 ff.

vorhabens im Rahmen der Selbstregulierung mindestens gleich gut oder gar besser erreicht werden kann als mittels Regulierung durch die Aufsichtsbehörde.»¹⁹

Zusätzlich statuiert auch Art. 27 FinfraG explizit das Prinzip der Selbstregulierung für die Börse.

2.2. Anerkennung der Selbstregulierung als Mindeststandard

Nach Art. 7 Abs. 3 FINMAG kann die FINMA Selbstregulierung im Rahmen ihrer Aufsichtsbefugnisse als Mindeststandards anerkennen und durchsetzen. Dies ist namentlich der Fall für Selbstreglementierungen der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg), der Einlagenversicherung der Schweizer Banken und Effekthändler (esisuisse),²⁰ der Asset Management Association Switzerland (AMAS), des Schweizerischen Versicherungsverbands (SVV) und der SIX Group AG, inklusive Kotierungsreglement, Richtlinie Corporate Governance, Richtlinie Ad hoc-Publizität und Richtlinie betreffend Offenlegung von Management-Transaktionen.²¹

Durch die Anerkennung von Selbstregulierung als Mindeststandard wird diese allgemein relevant, auch für alle jene Beaufsichtigten, die nicht an der Ausarbeitung beteiligt waren bzw. nicht einmal Mitglied des entsprechenden Verbandes sind. Damit entfaltet sich eine offensive und eine defensive Wirkung der Selbstregulierung.²²

2.3. Gespanntes Verhältnis der FINMA zur Selbstregulierung

Zur Konkretisierung des gesetzlichen Auftrages nach Art. 7 FINMAG hat die FINMA ihre *Leitlinien zur Finanzmarktregulierung* erlassen.²³ Die Leitlinien be-

schränken sich hinsichtlich der Selbstregulierung auf drei Punkte, nämlich (1) Unterstützung der Selbstregulierung «entsprechend der gesetzlichen Vorgaben», (2) Anerkennung von Selbstregulierungen unter Aufforderung an die Selbstregulierungsverbände, «die Grundanliegen der an die FINMA gestellten Anforderungen an die Regulierung ebenfalls zu beachten», und (3) die Möglichkeit der FINMA, bei Selbstregulierung von grosser materieller Tragweite zusätzlich eine öffentliche Konsultation vorzusehen.

Frühere Versionen der Leitlinien hatten sich noch durch eine vertiefte Auseinandersetzung mit den Vor- und Nachteilen der Selbstregulierung ausgezeichnet und namentlich festgehalten, dass Selbstregulierung im schweizerischen Finanzsektor stark verbreitet ist und eine *bewährte Tradition* hat.²⁴ Die Eidgenössische Bankenkommision (EBK) als eine Vorgängerin der FINMA hatte 2007 sogar noch einen eigenen Bericht über die Selbstregulierung im Schweizer Finanzsektor veröffentlicht und darin explizit die wichtige Rolle der Selbstregulierung anerkannt.²⁵

Vergleicht man das beredete Schweigen der FINMA zum Thema Selbstregulierung mit dem EBK-Bericht von 2007, so stellt sich mit URS ZULAUF²⁶ die Frage nach dem

die Webseite der FINMA zum Thema der Selbstregulierung: <https://www.finma.ch/de/dokumentation/selbstregulierung/> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

¹⁹ JUTZI (FN 3), 198.

²⁰ Zur bewährten Selbstregulierung der Einlagensicherung vgl. im Detail ROLF SETHE/LUKAS FAHRLÄNDER, Licht und Schatten der geplanten Reform der Einlagensicherung, SZW 2019, 639 ff., insb. 643 ff., 650 f.

²¹ BSK FINMAG-WINZELER, Art. 7 N 89 ff.; LUKAS FAHRLÄNDER, Der revidierte schweizerische Insiderstrafatbestand, Diss. Zürich 2015, N 55 ff. Zu erwähnen sind auch Rechnungslegungsregeln, wie IFRS.

²² ZULAUF (FN 3), Rz. 21 ff.: Die FINMA setzt die anerkannten Mindeststandards *offensiv* um, unter Verwendung ihrer Aufsichts- und Sanktionsinstrumente, und kann zwar die Selbstregulierung auch strenger anwenden, wird sich dabei aber im Sinne einer *defensiven* Wirkung eine gewisse Zurückhaltung auferlegen. Früher waren die anerkannten Selbstregulierungserlasse im FINMA-Rundschreiben 2008/10 «Selbstregulierung als Mindeststandard» aufgelistet. Dieses Rundschreiben wurde per Anfang 2020 aufgehoben. Heute werden die von der FINMA anerkannten und genehmigten Selbstregulierungen auf folgender Website aufgeführt: <https://www.finma.ch/de/dokumentation/selbstregulierung/anerkannte-selbstregulierung/> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

²³ FINMA, Leitlinien zur Finanzmarktregulierung vom 5. Dezember 2019, https://www.finma.ch/de/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/5finma/leitlinien-finanzmarktregulierung_20191205_de.pdf?sc_lang=de&hash=EBE62F0E2CC06F4F6B35E450681368C0 (zuletzt besucht am 12. Januar 2025). Ähnlich auch

²⁴ «Selbstregulierung, verstanden als Regulierung der Finanzmärkte durch ihre Teilnehmer (bzw. private Verbände), ist im schweizerischen Finanzsektor stark verbreitet und hat eine bewährte Tradition. Sie wird von der FINMA entsprechend der gesetzlichen Vorgabe unterstützt»: FINMA, Leitlinien zur Finanzmarktregulierung, Version vom 3. Juli 2013, https://www.finma.ch/de/~media/finma/dokumente/dokumentencenter/myfinma/5finma/leitlinien-archiv/leitlinien-finanzmarktregulierung-abgeschaltet20181024_de.pdf?sc_lang=de&hash=1CC8E09BB0611D3AE96B900D7747981B (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

²⁵ «Selbstregulierung hat sich als alternative Regulierungsform für den Schweizer Finanzplatz bewährt und bildet einen wesentlichen Pfeiler der hiesigen Finanzmarktarchitektur. Angesichts der auf dem internationalen Parkett zu beobachtenden teilweise gegenläufigen Entwicklungen im Bereich Selbstregulierung, hält es die EBK für angebracht, diesbezüglich eine Standortbestimmung vorzunehmen. Die EBK anerkennt die wichtige Rolle der Selbstregulierung. Das neue Finanzmarktaufsichtsgesetz (FINMAG) bezieht sich ausdrücklich auf die Selbstregulierung und verlangt von der Finanzmarktaufsichtsbehörde, dass sie die Selbstregulierung unterstützt und ihr den nötigen Raum gewährt [...]. Bereits heute prüft die EBK in Anwendung der Richtlinien für Finanzmarktregulierung, inwiefern das Ziel eines Regulierungsvorhabens durch alternative Massnahmen (beispielsweise Selbstregulierung, Marktlösung oder Einzelfallentscheide) gleich gut oder besser erreicht werden kann.»: EBK-Bericht Selbstregulierung, 4.

²⁶ ZULAUF (FN 3), Rz. 15: «Weniger eindeutig ist die Haltung der FINMA als Aufsichtsbehörde und wichtigster Regulator in technischen Fragen. Hier gab und gibt es immer wieder Zweifel. Der geschilderte gesetzliche Auftrag zur «Unterstützung» der Selbstregulierung gilt seit 2009. Das FINMAG verlangt von der FINMA wie gezeigt, bei ihrer Regulierung die Selbstregulierung zu «unterstützen». Der Auftrag lässt aber Raum bei der Umsetzung. Es gab seit der Schaffung der FINMA 2009 keine Stellungnahmen von FINMA-Verantwortlichen, welche an den «EBK Bericht Selbstregulierung» von 2007 anknüpfen. Darauf darf man gespannt sein.»

«*feu sacré*» der Finanzmarktaufsicht für den ihr vom Gesetzgeber in Art. 7 Abs. 3 FINMAG gegebenen Auftrag, die Selbstregulierung zu unterstützen. Verstärkt wird die Fragestellung durch die kürzlich erfolgte Änderung von Art. 24 Abs. 2 FinfraV (Schwächung der Selbstregulierungsbehörden)²⁷ und nunmehr der Vernehmlassungsvorlage für die FinfraG-Revision, worin die Abschaffung der Emittenten-Selbstregulierung vorgeschlagen wird.²⁸

3. «Better Regulation» und Selbstregulierung

«*Better Regulation*» im Wirtschaftsrecht befasst sich im Wesentlichen mit der Frage, wie der Gesetzgeber in der Schweiz zu Rahmenbedingungen beitragen kann, die den wirtschaftlichen Erfolg und die Wohlfahrt im Lande mehren.²⁹ *Regulierung* hat in diesem Kontext Mittel zur Erreichung des ultimativen Zwecks des Wirtschaftsrechts zu sein, nämlich Schaden zu vermeiden, Schaden auszugleichen und (sofern die Strafwürdigkeit des Verstosses es rechtfertigt) Schaden zu sühnen – und im Übrigen den Marktteilnehmern möglichst grosse Handlungsfreiräume zur Ausübung ihrer Tätigkeit zu gewährleisten.³⁰

Selbstregulierung steht als Teil der individuellen Selbstverantwortung der Marktteilnehmer an erster Stelle in der Kaskadenfolge des Wirtschaftsrechts, gefolgt von Privatrecht, Aufsichtsrecht und zuletzt als *ultima ratio* das Strafrecht. Selbstregulierung dient wie das Wohlverhalten aufgrund von Reputationsmechanismen vorab der Schadensprävention.³¹

Vorteile der Selbstregulierung sind *Marktnähe und Akzeptanz* (von fachkompetenten Marktteilnehmern für Marktteilnehmer), *Effizienz und Effektivität* (kein staatlicher Durchsetzungsapparat notwendig, keine Belastung der Strafrechtspflege), *Flexibilität* (Schnelligkeit und Beweglichkeit), *Transparenz und Vertrauen* (Regelsetzung durch Experten mit Fachwissen und einschlägiger Erfahrung) sowie *Verringerung der Staatslast*.³²

Selbstregulierung spielt folglich in einem freiheitlich geprägten Wirtschaftssystem und Rechtsverständnis eine zentrale, grundlegende Rolle und ist in der schweizerischen Rechtstradition ein wesentlicher Teil der Erfolgsgeschichte. Ihre gesellschaftliche Akzeptanz hängt dabei zu einem grossen Teil von der Reputation der sich selbst regulierenden Wirtschaft bzw. Branche und ihrer Vertreter ab.³³

II. Selbstregulierung am Beispiel der Corporate Governance

1. Swiss Code of Best Practice als freie Selbstregulierung

Ein bekanntes Beispiel der freien Selbstregulierung ist der *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*, der erstmals 2002 durch den Wirtschaftsdachverband *economiesuisse* publiziert wurde und seither sporadisch angepasst und aufdatiert wird, letztmals Anfang 2023.³⁴ Der *Swiss Code of Best Practice* bildet einerseits die gesetzlichen Pflichten der Organe einer Aktiengesellschaft ab, enthält aber gleichzeitig auch Anregungen für *best practices* (nicht zu verwechseln mit *Mindestanforderungen*) in der Führung der Gesellschaft. Damit ist der *Swiss Code of Best Practice* gleichzeitig ein Beispiel freier Selbstregulierung und eines Regulierungsmodells, in welchem das Gesetz sich auf den Rahmen und die Grundsätze beschränkt und der Praxis bzw. der Selbstregulierung die flexible Ausgestaltung der Details überlässt.³⁵

Ergänzt wird die freie Selbstregulierung des *Swiss Code of Best Practice* durch die gesteuerte Selbstregulierung der SIX Swiss Exchange (*Richtlinie betreffend Informationen zur Corporate Governance RLCG*, Stand

²⁷ 2021 wurden in Art. 24 Abs. 2 *FinfraV* die Selbstregulierungsbehörden der Börsen, d.h. bei der SIX Swiss Exchange das Regulatory Board, erheblich geschwächt, indem nun verlangt ist, dass diese Behörden mehrheitlich von Emittenten und Teilnehmern *unabhängig* sein müssen. Dadurch ist ein grosser Vorteil der Selbstregulierung entfallen, die Marktnähe und die Fachkompetenz der Regulierungsbehörde: ANDREAS BOHRER/CHRISTIAN REHM/ERIC HUGGENBERGER/MARINO VOLLENWEIDER/LUKAS FOERTSCH/DIANA IMBACH HAUMÜLLER, *Finanzmarktrecht. Entwicklungen 2023*, Bern 2024, 25 ff.

²⁸ Siehe nachfolgend, Kap. IV.2.

²⁹ ANDREAS BOHRER, «Better Regulation» im Wirtschaftsrecht. Anregungen an den Gesetzgeber in der Schweiz, in: Müller/Forrer/Zuur (Hrsg.), *Das Aktienrecht im Wandel*, Festschrift zum 50. Geburtstag von Prof. Dr. Hans-Ueli Vogt, Zürich 2020, 109 ff., 110.

³⁰ BOHRER, «Better Regulation» im Wirtschaftsrecht (FN 29), 128.

³¹ BOHRER, «Better Regulation» im Wirtschaftsrecht (FN 29), 127 f.

³² Siehe für eine vertiefte Betrachtung der Vor- und Nachteile von Selbstregulierung MARTI (FN 4), 578 ff., der in der Co-Regulierung eine «*intelligente Synthese zwischen Neo-Liberalismus und Etatis-*

mus» sieht; vgl. ebenfalls PETER V. KUNZ, *Corporate Governance – Tendenz von der Selbstregulierung zur Regulierung*, in: Festschrift für Peter Böckli, Zürich 2006, 471 ff., 481 f.; FINMA, *Leitlinien zur Finanzmarktregulierung*, Version vom 3. Juli 2013 (FN 24), 4. Dasselbe Dokument erwähnt als potentielle Nachteile die Gefahr von Interessenkonflikten und die Frage der Transparenz (a.a.O., Rz. 20). Zusätzlich wird auch die mangelnde demokratische Legitimation von Selbstregulierung ins Feld geführt. Dem ist entgegenzuhalten, dass auch bei staatlicher Rechtsetzung häufig nur die Grundsätze in einem Rahmengesetz festgeschrieben werden und die Konkretisierung dann auf Verordnungsstufe erfolgt: ARTHUR MEIER-HAYOZ/PETER FORSTMOSER, *Schweizerisches Gesellschaftsrecht*, 13. A., Bern 2023, §10 N 186.

³³ BOHRER, «Better Regulation» im Wirtschaftsrecht (FN 29), 126.

³⁴ *Economiesuisse*, *Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance*, <https://economiesuisse.ch/de/publikationen/swiss-code> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025); MEIER-HAYOZ/FORSTMOSER (FN 32), §10 N 234 ff.

³⁵ CHRISTOPH B. BÜHLER, *Corporate Governance und ihre Regulierung in der Schweiz*. Empfehlungen des 'Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance' zur Nutzung der Gestaltungsfreiheit des Aktienrechts, ZGR 2021, 228 ff., 228 und 244.

1.1.2023).³⁶ Ziel der RLCG ist es zu gewährleisten, dass die Emittenten den Investoren bestimmte Schlüsselinformationen zur Corporate Governance in geeigneter Form zugänglich machen.³⁷

2. Selbstregulierung in Ergänzung zum Aktienrecht

Ein aktuelles Beispiel für Flexibilität, Marktnähe und Akzeptanz, Effizienz und Effektivität, Regelsetzung durch Experten mit Fachwissen und Erfahrung sowie Entlastung bzw. Ergänzung staatlicher Regulierung ist die neu eingefügte Ziffer 19 des Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance in der aktuellen Fassung von 2023, welche die Thematik der *Interessenkonflikte* regelt.

Bis Ende 2022 fehlte dem schweizerischen *Aktienrecht* eine explizite Regelung der Interessenkonflikte. Mit Wirkung per 1. Januar 2023 trat der neue Art. 717a OR in Kraft. Sah der ursprüngliche Textvorschlag noch eine detaillierte Regelung inklusive Ausstandspflicht vor, so ist der Bundesrat 2016 von dieser Position abgerückt und der geltende Gesetzestext beschränkt sich nunmehr auf die Pflicht der Verwaltungsrats- bzw. Geschäftsleitungsmitglieder zur Information des Verwaltungsrats, und weiter die Pflicht des Verwaltungsrats zur Ergreifung der Massnahmen, die zur Wahrung der Interessen der Gesellschaft nötig sind. Damit überlässt das Gesetz zu Recht die Wahl der angemessenen Massnahmen dem Verwaltungsrat, der sich eigenverantwortlich an den Umständen des Einzelfalles und, im vorliegenden Kontext von Bedeutung, an den *standards of best practice* des Swiss Code orientieren kann.³⁸

Der *Swiss Code of Best Practice* hat diesen Ball aufgenommen und in seiner aktuellen Fassung von 2023 die *best practice* betreffend Interessenkonflikte einer Weiterentwicklung unterzogen. So unterscheidet der Swiss Code nun inhaltlich zwischen *Interessenberührung* und *Interessenkonflikt*, was bei ersterem eine Informations- und Offenlegungspflicht auslöst, und erst bei zweiterem einen Entscheid über die zu ergreifenden Massnahmen. Als solche stellt der Swiss Code den Ausstand zur Verfügung, eine doppelte Beschlussfassung, oder weitere Massnahmen wie die Beurteilung durch einen unabhän-

gigen Dritten oder die Abstimmung durch die Generalversammlung.³⁹

3. Selbstregulierung als Teil des regulatorischen Smart Mix

Dieses Zusammenwirken von Aktienrecht (Art. 717a OR) und Selbstregulierung (Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance, Ziff. 19) kombiniert die Stärken des Gesetzes mit denjenigen der Selbstregulierung und führt letztlich zu einem *Smart Mix* in der Regulierung, der zu sachgerechten Lösungen führt, die einer starren gesetzlichen Regulierung überlegen sind.

Das Beispiel zeigt, dass der Einsatz von Selbstregulierung und von staatlicher Regulierung einzelfallabhängig ist und vielfach das Zusammenwirken und Ergänzen der beiden Regulierungsebenen einen pragmatischen Ansatz erlaubt, der die Regulierung in der Schweiz im Vergleich zu ausländischen Jurisdiktionen zu einem Erfolgsmodell werden lässt.

III. Regulierungsproblematik im Bereich Nachhaltigkeit

Diametral unterschiedlich zum Erfolgsmodell der Selbstregulierung im Bereich der Corporate Governance in der Schweiz verlief die jüngere Geschichte der europäischen Regulierung im Bereich der Nachhaltigkeit. Das Beispiel zeigt, wie Regulierung an den Regulierten vorbei in die Sackgasse führt und einen ernsthaften Wettbewerbsnachteil schaffen kann. Hier hätte ein pragmatisches Zusammenwirken von staatlicher Regulierung mit Selbstregulierung zu einem schnelleren, besser akzeptierten und umsetzbaren Regelwerk führen können.

1. «The Hardening of Soft Law» als regulatorische Sackgasse

Nachhaltigkeitsregeln lagen früher im Ermessen der Gesellschaften, die im Rahmen ihrer Strategie eigene Grundsätze festlegen und sich an Best Practices und Soft Law orientieren konnten.⁴⁰ Dies ermöglichte den Unternehmen eine Abstimmung ihres Nachhaltigkeits-Engagements auf die Unternehmensstrategie. Die bewährte (internationale) Selbstregulierung mit dem UN Global Compact der Vereinten Nationen (UNGC),⁴¹ der Glo-

³⁶ SIX Swiss Exchange, Richtlinien betr. Informationen zur Corporate Governance, <https://www.ser-ag.com/dam/downloads/regulation/listing/directives/dcg-de.pdf> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

³⁷ Leitfaden von SIX Exchange Regulation AG zur Richtlinie betr. Informationen zur Corporate Governance vom 1. Januar 2023, <https://www.ser-ag.com/dam/downloads/publication/obligations/guidelines/guideline-dcg-de.pdf> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025), 4.

³⁸ ANDREAS BOHRER, Interessenkonflikte und Unabhängigkeit von Verwaltungsratsmitgliedern nach Schweizer Recht, GesKR 1/2023, 3 ff., 11.

³⁹ BOHRER, Interessenkonflikte und Unabhängigkeit von Verwaltungsratsmitgliedern nach Schweizer Recht (FN 38), 11.

⁴⁰ ANDREAS BOHRER, Die neuen Nachhaltigkeitsregeln von Art. 964a ff. OR in der Praxis, Herausforderungen und Lösungsansätze für den Verwaltungsrat, GesKR 1/2024, 3 ff., 4.

⁴¹ Der *UN Global Compact* ist eine freiwillige Initiative von Unternehmen und Organisationen, welche die 10 Prinzipien in den Be-

bal Reporting Initiative (GRI)⁴² und der Science Based Targets Initiative (SBTi)⁴³ als Soft Law ist Teil des von JAMES RUGGIE im Rahmen der UN Guiding Principles propagierten *Smart Mix*.⁴⁴

Mit der europäischen Regulierungswelle im Nachhaltigkeitsbereich erfolgte ein «*Hardening of Soft Law*», d.h. eine Abkehr von Selbstregulierung hin zu zwingendem Recht. Während in der Schweiz die Art. 964a ff. OR in Kraft traten, regulierte die EU umfangreiche Berichts- und Sorgfaltspflichten im Rahmen von CSRD und CSDDD, gegen die Warnungen und den Widerstand der direkt betroffenen Wirtschaft.⁴⁵

2. Fallbeispiel EU CSRD und CSDDD

Am 16. Dezember 2022 wurde die *Corporate Sustainability Reporting Directive* (CSRD) im Amtsblatt der Europäischen Union (EU) publiziert.⁴⁶ Die CSRD verpflichtet die Mitgliedstaaten zur Umsetzung und Einführung einer umfassenden Pflicht zur Nachhaltigkeitsberichterstattung bis zum 6. Juli 2024. Nachdem im parlamentarischen Prozess in Deutschland die umfangreichen Berichtspflichten und die resultierende erhebliche Mehrbelastung für Unternehmen kritisiert wurden, bestätigte die deutsche Bundesregierung im Herbst 2024, sich auf EU-Ebene für eine Reduktion der Vorgaben einzusetzen. Im Gegenzug eröffnete die EU-Kommission am 26. September 2024 ein Vertragsverletzungsverfahren

gegen Deutschland aufgrund der nicht fristgerechten Umsetzung der CSRD-Richtlinie.⁴⁷ Neben Deutschland wurde dabei auch gegen weitere 16 EU-Mitgliedstaaten ein entsprechendes Vertragsverletzungsverfahren eröffnet, nämlich Belgien, Tschechien, Estland, Griechenland, Spanien, Zypern, Lettland, Luxemburg, Malta, die Niederlande, Österreich, Polen, Portugal, Rumänien, Slowenien und Finnland.⁴⁸

Am 5. Juli 2024 wurde die *Corporate Sustainability Due Diligence Directive* (CSDDD) im Amtsblatt der EU publiziert.⁴⁹ Die Richtlinie war bereits in den Beratungen aufgrund ihrer weitgehenden Sorgfaltspflichten von Unternehmen bezüglich ihrer Lieferanten und ihrer Lieferkette für Nachhaltigkeitsaspekte sehr umstritten und wurde von grossen Teilen der Wirtschaft vehement abgelehnt, was zu Verzögerungen im europäischen Gesetzgebungsverfahren führte.⁵⁰ Die Richtlinie trat 20 Tage nach Publikation in Kraft und die EU-Mitgliedstaaten haben eine Frist zur Umsetzung in nationales Recht von zwei Jahren.⁵¹

Nach den Europawahlen vom Sommer 2024 setzte dann ein eigentlicher *Paradigmenwechsel* ein: Am 9. September 2024 publizierte der frühere EZB-Präsident und italienische Premierminister MARIO DRAGHI seinen Bericht «*The future of European competitiveness*».⁵² In seinem Bericht verweist DRAGHI prominent darauf, dass

reichen Menschenrechte, Arbeitsrechte, Umweltschutz und Korruptionsbekämpfung fördern. Der UNGC umfasst weltweit über 25'000 Teilnehmer in 167 Länder und unterstützt eine nachhaltige Geschäftspraxis: <https://unglobalcompact.org/> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁴² Die *Global Reporting Initiative* (GRI) ist eine unabhängige internationale Organisation, die Unternehmen und Organisationen ein standardisiertes, global verbreitetes Rahmenwerk für Nachhaltigkeitsreporting erarbeitet hat: <https://www.globalreporting.org/> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁴³ Die *Science Based Targets Initiative* (SBTi) unterstützt Unternehmen dabei, wissenschaftlich fundierte Klimaziele zu setzen, die mit den Anforderungen des Pariser Abkommens übereinstimmen. Mittels «*Commitment Letter*» verpflichten sich Unternehmen, ihre Treibhausgasemissionen zu reduzieren und transparent über ihre Fortschritte zu berichten, was zu einer erheblichen Reduktion von CO₂-Emissionen weltweit führt: <https://sciencebasedtargets.org/about-us> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁴⁴ Gemäss Kommentar zu UN Guiding Principle 3, Staaten «*should consider a smart mix of measures – national and international, mandatory and voluntary*»: https://www.ohchr.org/sites/default/files/documents/publications/guidingprinciplesbusinesshr_en.pdf (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁴⁵ «Wirtschaftsinitiative probt Aufstand gegen EU-Lieferkettengesetz», 4. November 2024, <https://kurier.at/wirtschaft/wirtschaftsinitiative-probt-aufstand-gegen-eu-lieferkettengesetz/402970696> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁴⁶ Richtlinie (EU) 2022/2464 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 14. Dezember 2022 zur Änderung der Verordnung (EU) Nr. 537/2014 und der Richtlinien 2004/109/EG, 2006/43/EG und 2013/34/EU hinsichtlich der Nachhaltigkeitsberichterstattung von Unternehmen (Text von Bedeutung für den EWR), ABl. L 322 vom 16. Dezember 2022: <https://eur-lex.europa.eu/eli/dir/2022/2464/oj/deu> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁴⁷ Noerr Rechtsanwälte, Umsetzung der CSRD – EU-Kommission eröffnet Vertragsverletzungsverfahren, 30. Oktober 2024, <https://www.noerr.com/de/insights/umsetzung-der-csrd-eu-kommission-eroeffnet-vertragsverletzungsverfahren> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁴⁸ Deutsches Rechnungslegungs Standards Committee e.V. (DRSC), CSRD: EU-Kommission eröffnet Vertragsverletzungsverfahren gegen Deutschland, 27. September 2024, <https://www.drsc.de/news/csr-d-eu-kommission-eroeffnet-vertragsverletzungsverfahren-gegen-deutschland/> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025). Europäische Vertretung in Deutschland, EU-Kommission eröffnet zwei Vertragsverletzungsverfahren gegen Deutschland, https://germany.representation.ec.europa.eu/news/eu-kommission-eroeffnet-zwei-vertragsverletzungsverfahren-gegen-deutschland-2024-09-26_de (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁴⁹ Richtlinie (EU) 2024/1760 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 13. Juni 2024 über die Sorgfaltspflichten von Unternehmen im Hinblick auf Nachhaltigkeit und zur Änderung der Richtlinie (EU) 2019/1937 und der Verordnung (EU) 2023/2859 (Text von Bedeutung für den EWR), ABl. L 2024/1760 vom 5. Juli 2024: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:32024L1760> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁵⁰ ANDREAS BOHRER, Überregulierung löst keine Probleme, NZZ vom 22. März 2024, 20. Siehe auch die Kritik aus Nicht-EU-Staaten: «Qatar will «stop» EU gas sales if fined under due diligence law»: *Financial Times* vom 22. Dezember 2024, <https://www.ft.com/content/2260c21b-f5f4-4ea9-b176-ba1b38c8471c> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁵¹ Council of the European Union, Corporate sustainability due diligence: Council gives its final approval, 24. Mai 2024, <https://www.consilium.europa.eu/en/press/press-releases/2024/05/24/corporate-sustainability-due-diligence-council-gives-its-final-approval/> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁵² The future of European competitiveness: Report by MARIO DRAGHI, https://commission.europa.eu/topics/strengthening-european-competitiveness/eu-competitiveness-looking-ahead_en#paragraph_47059, zit. Draghi Report (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

die EU-Regeln zu Nachhaltigkeitsberichterstattung und Lieferkettensorgfaltspflichten eine der grossen regulatorischen Belastungen für Unternehmen und ihre Lieferketten sind.⁵³

Am 8. November 2024 verabschiedeten die 27 Staats- und Regierungschefs der EU die *Zwölf-Punkte-Erklärung von Budapest* zur europäischen Wettbewerbsfähigkeit, worin als vierter Punkt gefordert wird:⁵⁴

«Einleitung eines revolutionären Vereinfachungsprozesses, der für einen klaren, einfachen und intelligenten Regelungsrahmen für Unternehmen sorgt und den Verwaltungs-, Regulierungs- und Meldeaufwand, insbesondere für KMU, drastisch verringert [...]. Zu den wichtigsten Zielen, die die Kommission unverzüglich umsetzen muss, zählen, im ersten Halbjahr 2025 konkrete Vorschläge zur Verringerung der Berichtspflichten um mindestens 25 % vorzulegen sowie in ihre Vorschläge auch Folgenabschätzungen in Bezug auf übermäßige Verwaltungslasten und Wettbewerbsfähigkeit aufzunehmen.»

Noch am selben Tag verkündete EU-Kommissionspräsidentin von der Leyen eine Initiative zur Vereinfachung der bisherigen Nachhaltigkeitsregulierungen CSRD, CSDDD und Taxonomy in einer reduzierten *«Omnibus-Verordnung»*.⁵⁵

Am 17. Dezember 2024 verfassten die deutschen Minister Habeck (Wirtschaft), Kukies (Finanzen), Wissing (Justiz) und Heil (Arbeit und Soziales) ein gemeinsames Schreiben⁵⁶ samt konkreten Vereinfachungsvorschlägen

an die EU-Kommission mit dem Ziel, *«unreasonable reporting burdens for businesses»* auf EU-Stufe zu eliminieren. Anvisiert werden u.a. die mehr als 1'000 Datenpunkte, welche die European Sustainability Reporting Standards (ESRS) verlangen, und auch eine Bekämpfung des sog. *«trickle-down effect»* auf KMU durch eine Reduktion der CSRD-Berichterstattungspflichten. Weiter verlangt das Minister-Schreiben eine verzögerte Inkraftsetzung der CSRD um zwei Jahre und eine Erhöhung der Schwellenwerte für die Berichterstattungspflichten. Und schliesslich postuliert das Schreiben eine ambitionierte Vereinfachung der Nachhaltigkeitsregeln.

Vor dem Hintergrund dieses *Paradigmenwechsels* ist zum gegenwärtigen Moment unklar, ob CSRD und CSDDD im ursprünglich geplanten Umfang und Zeitplan durch die EU-Mitgliedstaaten umgesetzt werden. Das macht es auch für die Schweiz praktisch unmöglich, ihre eigene Nachhaltigkeitsgesetzgebung an den Regulierungen der EU auszurichten.

3. Lehren für die Gesetzgebung in der Schweiz

Aus schweizerischer Gesetzgebungs-Perspektive ist zu beachten, dass die sehr starken Pendelausschläge in der Nachhaltigkeitsregulierung der EU der Sache keinen Dienst erweisen. Anstelle von flexibel verfügbaren Regeln, die auf die Marktteilnehmer zugeschnitten, durch sie akzeptiert und freiwillig ohne substantielle staatliche Kosten umgesetzt werden, besteht heute Unklarheit darüber, welche Nachhaltigkeitsregeln in welchem Umfang und zu welchem Zeitpunkt auf welche Unternehmen anwendbar sein werden.

Für den schweizerischen Gesetzgeber ergibt sich aus dem *Paradigmenwechsel* in der EU zweierlei: Erstens ist es auf absehbare Zeit unklar, wie die EU ihre Nachhaltigkeitsregeln in eine vereinfachte *«Omnibus-Verordnung»* einbringen will – geschweige denn, wie und wann die EU-Mitgliedstaaten diese Regeln anschliessend umsetzen. Bis das nicht klar ist, wird die Schweiz einen Marschhalt in der Nachhaltigkeitsregulierung einlegen müssen.

Zweitens zeigt das Beispiel die Wichtigkeit einer seriösen Regulierungsfolgenabschätzung (RFA), und zwar aus der Optik der betroffenen Wirtschaft und nicht der

⁵³ «The EU's sustainability reporting and due diligence framework is a major source of regulatory burdens, magnified by a lack of guidance to facilitate the application of complex rules and to clarify the interaction between various pieces of legislation. The goal of this framework is to strengthen rules concerning the social and environmental information that companies have to report. This entails a major compliance cost for companies in the EU, ranging from EUR 150,000 for non-listed undertakings to EUR 1 million for listed ones. Moreover, risks of overcompliance (e.g. over-reporting) exist across the value chain. Reasons for this currently include unclear definitions and requirements, for instance concerning the application of the «do no significant harm» principle within the EU taxonomy and its alignment with the related assessment for the EU budget; burdensome and potentially overlapping methodologies for emissions accounting between the eco-design for sustainable products regulation, the ETS and the product environmental footprint; and unharmonised timelines for different but related reporting requirements. Further changes in this framework, including sector-specific reporting standards required by the CSRD, may raise compliance costs.» Draghi Report (FN 52), 318 f.

⁵⁴ Europäischer Rat, Erklärung von Budapest zum Neuen Deal für die europäische Wettbewerbsfähigkeit, 8. November 2024, <https://www.consilium.europa.eu/de/press/press-releases/2024/11/08/the-budapest-declaration/> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁵⁵ FORBES, What is an Omnibus? How the EU could reshape Sustainability Reporting, 10. Dezember 2024, <https://www.forbes.com/sites/jonmcgowan/2024/12/10/what-is-an-omnibus-how-the-eu-could-reshape-sustainability-reporting/> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁵⁶ Schreiben der deutschen Minister Wissing, Kukies, Habeck und Heil an die EU-Kommissare Albuquerque und Dombrovskis, 17. Dezember 2024, <https://table.media/wp-content/uploads/2024/12/17215006/CSRD-Proposal.pdf>, zit. Ministerschreiben (zuletzt besucht am 12. Januar 2025); ähnlich auch das Schreiben des deutschen Bun-

deskanzlers OLAF SCHOLZ an EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen vom 2. Januar 2025 (https://table.media/wp-content/uploads/2025/01/02195637/Brief_BK_vdL_02012025.pdf, zuletzt besucht am 12. Januar 2025), worin dieser ebenfalls eine Senkung der europäischen Bürokratiekosten, eine Reduktion der Berichtspflichten, eine Verschiebung der CSRD um zwei Jahre und eine Anhebung der Schwellenwerte fordert. Bundeskanzler Scholz bestätigt Handlungsbedarf *«[...] insbesondere hinsichtlich der Belastungen im Rahmen der Nachhaltigkeitsrichtlinie (CSRD), der EU Taxonomie und der Europäischen Lieferkettenrichtlinie (CSDDD).»*

Behörden. Hier besteht auch in der Schweiz noch Verbesserungspotential.⁵⁷

4. Selbstregulierung als Weg aus der Sackgasse

Vorteile der Selbstregulierung sind wie erwähnt *Marktnähe und Akzeptanz* (von Marktteilnehmern für Marktteilnehmer), *Effizienz und Effektivität* (kein staatlicher Durchsetzungsapparat notwendig, keine Belastung der Strafrechtspflege), *Flexibilität* (Schnelligkeit und Beweglichkeit), *Transparenz und Vertrauen* (Regelsetzung durch Experten mit Fachwissen und einschlägiger Erfahrung) sowie *Verringerung der Staatslast*.⁵⁸

Das Beispiel der Nachhaltigkeitsregulierung in der EU zeigt exemplarisch die Problematik von Rechtsetzung, welche die berechtigten Interessen der direkt Betroffenen zu wenig berücksichtigt, dadurch keine Akzeptanz erfährt, weder effizient noch effektiv ist, mit ihrem opaken Entstehungsprozess kein Vertrauen in die Legifizierung schafft und nur mit zeitlicher Verzögerung und grossem staatlichen Aufwand in Kraft tritt.

Eine Rückbesinnung auf die Werte und Vorteile der Selbstregulierung wäre im vorliegenden Fall angezeigt, und eine Reduktion des zwingenden Rechts auf einen vernünftigen Rahmen mit Konkretisierung durch Selbstregulierung durch die Emittenten zu prüfen, die sich flexibel den internationalen Entwicklungen anpassen kann. Gerade in der schnelllebigen Nachhaltigkeitsthematik ist Selbstregulierung der staatlichen Detailregulierung überlegen.

Ein *positives Beispiel für einen sinnvollen regulatorischen Smart Mix* sind die von der Schweizer Finanzbranche eingeführten umfassenden Selbstregulierungen zur Prävention von *Greenwashing* im Nachhaltigkeitsbereich. Diese beinhalten Vorgaben zur Definition von nachhaltigen Anlagezielen, zur Transparenz von Nachhaltigkeitsansätzen und zu einer unabhängigen Prüfung. Der Bundesrat hat die neuen Selbstregulierungen zur Kenntnis genommen und verzichtet angesichts dieser Fortschritte

⁵⁷ So hat etwa die Kommission für Rechtsfragen des Nationalrats (RK-N) im Juni 2022 die Vorlage für einen kollektiven Rechtsschutz (Sammelklagen) an die Verwaltung zurückgewiesen mit dem Auftrag, eine Regulierungsfolgenabschätzung durchzuführen: «Die Kommission ist der Ansicht, dass die Botschaft des Bundesrates zu viele Fragen offen lässt, und es somit zum heutigen Zeitpunkt nicht möglich ist, bereits über den Handlungsbedarf im Bereich des Ausbaus der kollektiven Rechtsdurchsetzung zu entscheiden. Insbesondere möchte die Kommission umfassende Informationen zu den wirtschaftlichen Auswirkungen der in der Botschaft vorgeschlagenen Instrumente auf die betroffenen Unternehmen in der Schweiz. Sie hat deshalb das zuständige Departement damit beauftragt, eine Regulierungsfolgeabschätzung durchführen zu lassen.»: Medienmitteilung der Kommission für Rechtsfragen des Nationalrats, 24. Juni 2022, <https://www.parlament.ch/press-releases/Pages/mm-rk-n-2022-06-24.aspx> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁵⁸ Siehe oben, Kap. I.3.

vorerst auf eine staatliche Regulierung. Eine Neubewertung ist bis Ende 2027 vorgesehen.⁵⁹

IV. Selbstregulierung im Finanzmarktbereich

1. Bewährte Selbstregulierung im Finanzbereich

Selbstregulierung mit ihren Vorteilen von Marktnähe und Akzeptanz, Effizienz und Effektivität, Flexibilität, Transparenz und Vertrauen sowie Verringerung der Staatslast hat sich für den Schweizer Finanzplatz bewährt.⁶⁰ Entsprechend wurde auch im Bereich der Börse zuerst mit dem Börsengesetz (BEHG)⁶¹ von 1997 und seit 2016 dem FinfraG das Prinzip der Selbstregulierung weitergeführt.⁶²

Dies gilt namentlich auch im *Emittentenbereich*, bei der SIX Swiss Exchange u.a. mit Kotierungsreglement, Corporate Governance-Richtlinie, Richtlinie betreffend Ad hoc-Publizität und Richtlinie betreffend Offenlegung von Management-Transaktionen.⁶³ Gemäss Art. 27 Abs. 4 FinfraG müssen die Börsen-Reglemente und deren Änderungen der FINMA zur Genehmigung unterbreitet werden. Die FINMA ist damit bereits heute Teil der Regulierung und nimmt aktiv auf die Selbstregulierung Einfluss.

2. FinfraG-Revision als Angriff auf die Emittenten-Selbstregulierung

Mitte 2024 hat das Eidg. Finanzdepartement EFD eine Vernehmlassung zur Änderung des FinfraG in die Vernehmlassung gegeben.⁶⁴ Mit der Gesetzesrevision soll, so der Erläuternde Bericht, die Stabilität des Finanzsys-

⁵⁹ Economiesuisse, Selbstregulierungen als wirksames Mittel der Finanzbranche, 25. Juni 2024, <https://www.economiesuisse.ch/de/artikel/selbstregulierungen-als-wirksames-mittel-der-finanzbranche> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025); vgl. zur Selbstregulierung der Bankiervereinigung im Bereich der Nachhaltigkeit im Detail LUKAS FAHRLÄNDER/DAVID JOST, Berücksichtigung von ESG-Präferenzen im Finanzdienstleistungsgeschäft, Ausgewählte Fragestellungen bei der Umsetzung der neuen SBVg-Richtlinien aus dogmatischer und praktischer Sicht, SZW 2023, 120 ff.

⁶⁰ EBK-Bericht Selbstregulierung, 4.

⁶¹ Dazu im Detail ZULAUF (FN 3), Rz. 9.

⁶² ZULAUF (FN 3), Rz. 9; BSK FinfraG-DAENIKER/WALLER, Art. 27 N 8; LUKAS FAHRLÄNDER, Das Schweizer Börsenrecht, in: Bovet (Hrsg.), Finanzmarktaufsicht/Surveillance des marchés financiers, Basel 2016, SBVR Bd. XV, N 58 ff. m.w.H.; LUKAS FAHRLÄNDER, Neuordnung der Finanzmarktregulierung in der Schweiz, ZBB 2019, 225 ff., 227 und 229.

⁶³ BSK FINMAG-WINZELER, Art. 7 N 113 ff.

⁶⁴ Medienmitteilung «Bundesrat eröffnet Vernehmlassung zur Änderung des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes», 19. Juni 2024, <https://www.admin.ch/gov/de/start/dokumentation/medienmitteilungen.msg-id-101490.html> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

tems und die Wettbewerbsfähigkeit des Finanzplatzes Schweiz weiter gestärkt werden.⁶⁵

2.1. Abschaffung der Emittenten-Selbstregulierung?

Die Vorlage sieht u.a. vor, dass die Emittentenpflichten der *Ad-hoc-Publizität* und der *Veröffentlichung von Management-Transaktionen* aus der Selbstregulierung der Handelsplätze ins staatliche Recht überführt und in wesentlichen Punkten materiell an das Recht der EU angeglichen werden sollen. Namentlich sollen bei Management-Transaktionen künftig der Name und die Funktion der handelnden Person publiziert werden müssen und die Emittenten neu auch in der Schweiz dazu verpflichtet sein, *Insiderlisten* zu führen.

Zur Begründung der Abschaffung der Emittenten-Selbstregulierung wird im Wesentlichen angeführt, «dass der FINMA und den Strafverfolgungsbehörden oftmals wesentliche Informationen zur Abklärung von Insiderhandel und Markt- bzw. Kursmanipulation fehlen», und weiter: «Angesichts der Bedeutung dieser Pflichten für die Verhinderung und Aufdeckung von Insiderhandel und Marktmanipulation *erscheint es nicht angemessen, diese Pflichten der Selbstregulierung den Börsen zu überlassen.*»⁶⁶ Allerdings erhellt aus dem Bericht nicht, welche Missstände genau korrigiert werden sollen und warum es dazu die Abschaffung der Emittenten-Selbstregulierung braucht.

Für eine Geringschätzung der Selbstregulierung (wie auch der Börse als Selbstregulierungsbehörde) besteht, wie dargelegt wurde, kein Anlass.⁶⁷ Eine faktische Abschaffung der bewährten Selbstregulierung der SIX zugunsten von staatlichen Regelungen im FinfraG werden deshalb durch die Wirtschaft (etwa *economiesuisse*, *SwissHoldings* und *Bankiervereinigung*) abgelehnt, zumal die Selbstregulierung der Börse ja heute bereits der Genehmigung durch die FINMA unterliegt; die FINMA hat also auch in diesem Bereich bereits heute ein Instrumentarium zur Einflussnahme, und neue Kompetenzen sind nicht notwendig. Dasselbe gilt für eine gesetzliche Pflicht zur Führung von *Insiderlisten*, die es auch in relevanten Ländern wie USA, Singapur, Hong Kong und Japan so nicht gibt.

In diesem Zusammenhang ist auch die Änderung von Art. 24 Abs. 2 FinfraV vom 1. August 2021 in Wiedererwägung zu ziehen. Diese Änderung erfolgte ohne

politische Diskussion gegen den Widerstand der Wirtschaft und verlangt, dass die Regulierungs- und Überwachungsstellen der Börse mehrheitlich von den Teilnehmern und Emittenten unabhängig sein müssen.⁶⁸ Diese Anpassung ist ebenfalls gegen die Selbstregulierung gerichtet und sollte daher im Rahmen der FinfraG-Revision rückgängig gemacht werden.

2.2. Schweizerische Selbstregulierung im internationalen Kontext

Es ist bekannt, dass der *internationale Stand der Selbstregulierung* generell, aber auch im Börsenbereich einheitlich ist. Eine rechtsvergleichende Studie aus dem Jahr 2022 suggeriert für die EU, die USA, Singapur, Kanada, UK und Brasilien eine zunehmende Verbreitung und Akzeptanz für Selbstregulierung, oft in einer Ausprägung als Co-Regulierung.⁶⁹ Ähnlich sehen dies auch die *Objectives and Principles of Securities Regulation* der IOSCO von 2017.⁷⁰ EVA HÜPKES zeigt anhand der Beispiele von IASB, IAASB, ISDA, Wolfsberg-Gruppe, der UK-FSA und auch der BAFin, dass Selbstregulierung bzw. *participatory regulation* dank der globalen Anwendbarkeit und der breiten Akzeptanz bei den Marktteilnehmern wesentlich zur Harmonisierung internationaler Praktiken beiträgt.⁷¹

Mitunter wird konstatiert, dass in der *Europäischen Union* in den letzten Jahren ein Trend zu weniger Selbstregulierung zu beobachten war.⁷² Das mag sich mit den generellen Beobachtungen betreffend (Über-) Regulierung decken,⁷³ auch im Bereich der Nachhaltigkeit.

⁶⁸ Siehe dazu oben, Kap. I.3, FN 27.

⁶⁹ ANDREA MINTO, *Self-Regulation Report*, 2022, https://www.economiesuisse.ch/sites/default/files/publications/Self-Regulation_Report.pdf (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁷⁰ «Principles for Self-Regulation: (9) Where the regulatory system makes use of Self-Regulatory Organizations (SROs) that exercise some direct oversight responsibility for their respective areas of competence, such SROs should be subject to the oversight of the Regulator and should observe standards of fairness and confidentiality when exercising powers and delegated responsibilities»: IOSCO, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, 2017, <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD561.pdf> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025). Die *Methodology for Assessing Implementation of the IOSCO Objectives and Principles of Securities Regulation* beschreibt die Rolle der Selbstregulierung, inklusive die «substantial benefits from self-regulation»: <https://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD562.pdf>, 53 (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁷¹ «Der Regulierungsprozess gestaltet sich somit zunehmend als ein Public-Private Partnership. Die Regelsetzung erfolgt vermehrt in Form von Branchenstandards durch die Marktteilnehmer selbst»: EVA HÜPKES, *Globale Märkte und nationale Regulierung – die Schweizer Finanzpolitik vor neuen Herausforderungen*, GesKR 4/2007, 340 ff., 351. Dr. Eva Hüpkès war zum Zeitpunkt des Beitrags Leiterin des Fachbereichs Regulierung bei der Eidg. Bankenkommision (EBK).

⁷² FAHRLÄNDER (FN 62), 227 m.w.H.

⁷³ «The US Innovates, the EU Regulates»: FORBES, August 2024: <https://www.forbes.com/councils/forbesagencycouncil/2024/08/27/the-us-innovates-the-eu-regulates-how-can-the-eu-change-this-narrative/> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁶⁵ Erläuternder Bericht zur Änderung des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes, 19. Juni 2024, <https://www.news.admin.ch/newsd/message/attachments/88244.pdf> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁶⁶ Erläuternder Bericht zur Änderung des Finanzmarktinfrastrukturgesetzes (FN 65), 19 (Hervorhebungen durch den Autor).

⁶⁷ Siehe auch DAVID P. FRICK/ANDREAS BOHRER, *Nein zum Abbau der Selbstregulierung*, *Finanz und Wirtschaft (FuW)* vom 26. Oktober 2024, 3.

Mit dem bereits erwähnten Paradigmenwechsel in der EU und dem Draghi Report scheint sich nun aber auch in der EU die Einsicht zu verbreiten, dass marktnahe Regulierung erfolgreicher ist als marktferne, und dass Selbstregulierung einen Beitrag zu «Better Regulation» leisten kann und soll. So schreibt die EU-Kommission bereits 2022 im Zusammenhang mit der EU-Marktmisbrauchsverordnung: «Einige zusätzliche Melde- und Offenlegungspflichten im Rahmen der Marktmisbrauchsverordnung, wie die Bestimmungen über Eigengeschäfte von Führungskräften, *Insiderlisten* und Marktsondierung, stellen eine unverhältnismässig hohe Belastung für die Emittenten dar.»⁷⁴

Zudem hat die EU-Kommission in ihrem Entscheid betreffend Erteilung der befristeten *Börsen-Äquivalenz* vom 21. Dezember 2017 in Erwägung (9) explizit die Selbstregulierung der Schweizer Börse beschrieben und in Kenntnis dieser Selbstregulierung den Rechts- und Aufsichtsrahmen für die Börsen in der Schweiz als gleichwertig mit den Anforderungen der EU betrachtet.⁷⁵

Wird also in der Diskussion ins Feld geführt, das Ausland verstehe die schweizerische Selbstregulierung nicht und lehne sie ab, was in dieser Verallgemeinerung allerdings nicht stimmt, so ist es die edle (und für die FINMA: gesetzliche⁷⁶) Aufgabe der schweizerischen Behörden, die Vorteile der Selbstregulierung zu erklären und zu vertreten.

⁷⁴ Vorschlag für eine Verordnung zur Änderung der Verordnungen (EU) 2017/1129, (EU) Nr. 596/2014 und (EU) Nr. 600/2014 zur Steigerung der Attraktivität der öffentlichen Kapitalmärkte in der Union für Unternehmen und zur Erleichterung des Kapitalzugangs für kleine und mittlere Unternehmen, 7. Dezember 2022, https://eur-lex.europa.eu/resource.html?uri=cellar:b213de69-770d-11ed-9887-01aa75ed71a1.0008.02/DOC_1&format=PDF, 7 (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁷⁵ «(9) [...] Mit Genehmigung durch die FINMA wird die Selbstregulierung der Börse zu einer rechtlich verbindlichen und durchsetzbaren Regelung. Nach Artikel 27 FinfraG in Verbindung mit Artikel 24 Absatz 1 FinfraV erfordert eine angemessene Regulierungs- und Überwachungsorganisation die Schaffung einer Stelle, die Regulatorische Aufgaben wahrnimmt, einer Handelsüberwachungsstelle, einer Stelle für die Zulassung von Wertpapieren zum Handel und einer Beschwerdeinstanz. Diese Stellen müssen von der Geschäftsführung der Börse personell und organisatorisch unabhängig sein. Im Rahmen der Selbstregulierungs- und Überwachungsorganisation überwacht die entsprechende zuständige Stelle, dass die Regeln und Vorschriften der Börse von den Börsenteilnehmern eingehalten werden, und sorgt für die Durchsetzung von deren Einhaltung»: Durchführungsbeschluss (EU) 2017/2441 der Kommission vom 21. Dezember 2017 über die Gleichwertigkeit des für Börsen in der Schweiz geltenden Rechts- und Aufsichtsrahmens gemäss der Richtlinie 2014/ 65/ EU des Europäischen Parlaments und des Rates, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/PDF/?uri=CELEX:32017D2441> (zuletzt besucht am 12. Januar 2025).

⁷⁶ Art. 7 Abs. 3 FINMAG.

2.3. Enforcementverfahren und neue Strafbestimmungen

Mit der Abschaffung der Selbstregulierung würden auch die *Aufsicht durch die FINMA* und damit das ganze aufsichtsrechtliche Arsenal mit Auskunfts- und Meldepflichten (Art. 29 Abs. 1 FINMAG), Verfahrenseröffnung (Art. 30 FINMAG), Feststellungsverfügung und Ersatzvornahme (Art. 32 FINMAG), Veröffentlichung der aufsichtsrechtlichen Verfügung (Art. 34 FINMAG) und Einziehung des Gewinns (Art. 35 FINMAG) auf die Emittentenpflichten und die betroffenen Personen anwendbar werden; die Emittenten würden damit neu den Enforcementverfahren der FINMA unterliegen.⁷⁷

Zusätzlich zu den Enforcementverfahren der FINMA will die FinfraG-Revision auch einen *Straftatbestand* der Verletzung der Pflichten zur Führung einer Insiderliste sowie zur Meldung und Veröffentlichung von Insiderinformationen und Management-Transaktionen einführen. Der Strafrahmen wäre Busse bis zu 500'000 Franken bei Vorsatz und Busse bis zu 100'000 Franken bei Fahrlässigkeit.⁷⁸ In «leichten Fällen» wird auf Strafverfolgung und Bestrafung verzichtet. Zuständig für die Verfolgung und Beurteilung von Verstössen gegen diese neue Strafbestimmung wäre das Eidg. Finanzdepartement EFD.⁷⁹

Eine *Aufsicht der FINMA samt Enforcement-Instrumentarium* über die Emittenten für die Bereiche von Ad hoc-Publizität und Management-Transaktionen (Art. 145 VE-FinfraG) ist genauso abzulehnen wie die vorgeschlagene Proliferation von Strafrecht und namentlich der neue Straftatbestand in Art. 149a VE-FinfraG, der in unverhältnismässiger Weise sogar die *fahrlässige* Begehung unter Strafe stellen würde. Zudem ist aufgrund des Wortlauts unklar, ob sich die Strafandrohung von bis zu 500'000 Franken bei Vorsatz und bis zu 100'000 Franken bei blosser Fahrlässigkeit gegen das Unternehmen richtet oder, *horribile dictu*, gegen die beteiligten Mitarbeiter.

3. Lehren für die Gesetzgebung in der Schweiz

Entgegen dem Leitmotiv der FinfraG-Vernehmlassungsvorlage, wonach es *nicht angemessen* erscheine, die Emittentenpflichten betreffend Ad hoc-Publizität und Management-Transaktionen der Selbstregulierung der Börsen zu überlassen, ist staatliche Regulierung der Selbstregulierung keineswegs überlegen: Die bekannten Finanz-

⁷⁷ Art. 145 Abs. 1 VE-FinfraG; siehe auch Erläuternder Bericht zur Änderung des Finanzmarktinfrastukturgesetzes (FN 65), 49.

⁷⁸ Betreffend Fahrlässigkeit wird folgende Begründung angeführt: «Weiterhin sollen allerdings sowohl die vorsätzliche als auch die fahrlässige Tatbegehung geahndet werden können. Dies entspricht auch dem *Unrechtsgehalt* der Tat»: Erläuternder Bericht zur Änderung des Finanzmarktinfrastukturgesetzes (FN 65), 49.

⁷⁹ Erläuternder Bericht zur Änderung des Finanzmarktinfrastukturgesetzes (FN 65), 50.

marktkrisen sind allesamt im vollumfänglich staatlich regulierten und beaufsichtigten Bereich aufgetreten, während im selbstregulierten Bereich keine systemischen Probleme erkennbar sind.

Eine Abkehr von der Emittenten-Selbstregulierung ist mithin unbegründet und würde ohne Not dem Schweizer Erfolgsmodell schaden. Die Emittentenregulierung verlöre an Marktnähe, Fachkompetenz und Agilität, und würde stattdessen staatliche Regeln, aufsichtsrechtliches Enforcement und strafrechtliche Sanktionen bis und mit Fahrlässigkeit erhalten. Entsprechend ist die FinfraG-Vernehmlassungsvorlage in diesen Themenbereichen abzulehnen.

Die Vernehmlassungsvorlage zur FinfraG-Revision unterstreicht wiederum die Wichtigkeit einer seriösen *Regulierungsfolgenabschätzung* (RFA) gerade auch aus der Optik der betroffenen Wirtschaft. Der Erläuternde Bericht lässt eine solche Abschätzung vermissen und beschränkt sich auf die vagen Aussagen, «dass die Vorlage für die personellen Ressourcen der Strafverfolgungsbehörden neutral sein wird» und dass die Überführung der Emittentenpflichten ins FinfraG «keine nennenswert höheren Kosten bei den Emittenten verursachen»; eine genaue Kostenschätzung für die zusätzlichen Ressourcen bei der FINMA sei zum heutigen Zeitpunkt nicht möglich.⁸⁰ Auch befasst sich der Erläuterungsbericht soweit ersichtlich nicht mit der Frage, ob eine Überführung der selbstregulierten Börsenreglemente in staatliches Recht zu unerwünschten Haftungskonstellationen führen könnte.⁸¹

V. Fazit: Selbstregulierung als Wettbewerbsvorteil nutzen

Die Gesetzgebung steht heute zunehmend vor der Herausforderung, dass das Umfeld sich schneller ändert als der Legiferierungsprozess ein Anpassen der Gesetze erlaubt. Dies führt vermehrt zu Rahmengesetzen, die sich auf Grundsätze beschränken und einer Konkretisierung auf Verordnungsstufe bedürfen.

Selbstregulierung mit ihren Vorteilen von Marktnähe und Akzeptanz, Effizienz und Effektivität, Flexibili-

tät, Transparenz und Vertrauen sowie Verringerung der Staatslast ist in diesem Kontext Teil des Instrumentariums, das im Sinne einer «*Better Regulation*» zu Rahmenbedingungen beitragen kann, die den wirtschaftlichen Erfolg und die Wohlfahrt in der Schweiz mehren. Sie ist nicht nur als Antithese zu staatlicher Regelsetzung zu verstehen, sondern als Ergänzung und zur Konkretisierung. Dies gilt vorab bei der Co-Regulierung, in einem gewissen Umfang aber auch bei der freien Selbstregulierung. Grundsätzlich soll der Staat im Sinne der *Subsidiarität* nur (aber immerhin) regeln, was nicht genau so gut und flexibel durch Selbstregulierung geregelt werden kann.

In einer Zeit, wo Gesetze im Wirtschaftsrecht zunehmend mit Strafrecht operieren und sogar fahrlässige Begehungen sanktioniert werden, lassen sich mit der Selbstregulierung als alternativem Regulierungsansatz schnellere, agilere und zielsicherere Lösungen umsetzen. Wer in der Sache schnell gute Resultate erreichen will, sollte sich in der Wahl der Mittel einem *Smart Mix* mit Selbstregulierung gegenüber offen zeigen.

Der Gesetzgeber, die Verwaltung und die Regulatoren sind entsprechend eingeladen, sich im Rahmen eines konstruktiven Zusammenwirkens mit privaten Ansprechpartnern auf die bewährten Prinzipien schweizerischer Rechtsetzung zu besinnen und gemeinsam zu definieren, wo der Schweiz mit Hilfe der Selbstregulierung ein nachhaltiger Wettbewerbsvorteil bewahrt bzw. neu geschaffen werden kann.

⁸⁰ Erläuternder Bericht zur Änderung des Finanzmarktinfrastukturgesetzes (FN 65), 54 ff.

⁸¹ Börsenreglemente stellen privatrechtliche Verträge dar, keine Akte der Rechtsetzung. Sie haben auch keinen Schutznormcharakter, da ihnen keine Individualschutzfunktion zukommt und sie nicht dazu dienen, die Anleger im Einzelfall vor Verlusten zu schützen. Somit löst die Verletzung der reglementarischen Pflichten grundsätzlich keine zivilrechtlichen Haftungsansprüche aus (BSK FinfraG-DAENIKER/WALLER, Art. 27 N 4 und 30 ff.; KUNZ, Corporate Governance [FN 32], 486 f.; FAHRLÄNDER, Das Schweizer Börsenrecht [FN 62], N 59). Es ist nach der hier vertretenen Auffassung davon auszugehen, dass auch staatliche Reglementierung nicht zu einem Schutznormcharakter dieser Bestimmungen führen würde, und entsprechend keine Haftungsgrundlage geschaffen würde.