

Finanzmarktregulierung im Spannungsfeld von Recht und Politik

PD Dr. iur. Christoph B. Bühler, Rechtsanwalt, LL.M. (Basel und Zürich)*

I. Einleitung**

«If you have ten thousand regulations you destroy all respect for the law.»

Mit diesen Worten hat *Sir Winston Churchill* bereits vor rund 160 Semestern vor ausufernder Regulierung gewarnt, bevor er die europäischen Staaten in seiner berühmten Rede an die akademische Jugend an der Universität Zürich am 19. September 1946 zur Bildung der Vereinigten Staaten von Europa aufgerufen hat.

Auch die aktuelle Finanzkrise hat ihren Ursprung in stark regulierten Märkten. Sie ist damit auch eine Regulierungskrise¹. Die Finanzmarktregulierung befindet sich derzeit, getrieben durch Finanzskandale und deren politisch-mediale Verarbeitung, in einer hektischen Entwicklungsphase – Anlass genug, die Finanzmarktregulierung im Spannungsfeld von Recht und Politik mit kritischem Respekt näher zu beleuchten.

Der Autor führt den Leser durch die spannende Entwicklung der Finanzmarktregulierung, vom liberalen Rechtsstaat des 19. Jahrhunderts über den sozialen Wohlfahrtsstaat zum Leistungsstaat des 21. Jahrhunderts. Er beleuchtet die Funktionen der Finanzmarktregulierung und weist auf die Rollen der Politik und der Medien hin. Analysiert werden aktuelle Tendenzen wie die Ad-hoc-Legiferierung, die Zunahme der Regulierung auf Verordnungsstufe, die Verwischung der Grenzen von Rechtssetzung und Rechtsanwendung und die staatlich gesteuerte Selbstregulierung. Aus diesen Tendenzen leitet der Autor vier Thesen für eine zukunftsgerichtete Finanzmarktregulierung ab. Zi.

II. Historische Entwicklung der Finanzmarktregulierung

1. Der liberale Rechtsstaat des 19. Jahrhunderts

Die Schweizerische Bundesverfassung von 1848 basierte auf dem Modell des liberalen Ordnungsstaates. Die klassische Markttheorie des *Liberalismus* gründet im Vertrauen in das egoistisch motivierte Handeln der Wirtschaftssubjekte, das die Antriebsfeder für die Selbststeuerung des Marktes und der Gesellschaft bildet². Leitbild des Liberalismus war das zu Freiheit und Selbstverantwortung berufene Individuum. Der Staat soll nicht regulierend eingreifen, es sei denn, um die Wirtschaft vor Fehlentwicklungen zu bewahren³.

Zum liberalen Rechtsstaat des 19. Jahrhunderts gehörten insbesondere eine Verfassung mit der Anerkennung von Freiheitsrechten, Rechtsgleichheit und politischen Rechten. Marktein-

L'auteur fait découvrir au lecteur le développement passionnant de la réglementation des marchés financiers, de l'Etat libéral du 19^e siècle jusqu'à l'Etat prestataire du 21^e siècle, en passant par l'Etat providence. Il met en évidence les fonctions de la réglementation des marchés financiers et rend attentif au rôle de la politique et des médias. La contribution analyse un certain nombre de tendances actuelles, comme le fait de légiférer de manière ad hoc, d'augmenter la réglementation par voie d'ordonnance, d'atténuer la délimitation entre réglementation et application du droit ainsi qu'avec l'autoréglementation pilotée par l'Etat. De ces tendances, l'auteur déduit quatre thèses pour une réglementation des marchés financiers tournée vers l'avenir.

P.P.

* Der Autor ist Partner bei Bockli Bodmer & Partner in Basel und Privatdozent für Schweizerisches und internationales Handels- und Wirtschaftsrecht an der Universität Zürich.

** Überarbeitete Fassung der Antrittsvorlesung, die der Verfasser am 17. Mai 2010 an der Universität Zürich gehalten hat.

¹ *Yvan Lengwiler*, Die Kreditkrise ist eine Regulierungskrise, NZZ Nr. 108 vom 10./11. Mai 2008, 33; *Hans Caspar von der Crone*, Finanzmarktaufsicht – eine Standortbestimmung, NZZ Nr. 61 vom 14./15. März 2009, 27; *Josef Stiglitz*, Im freien Fall, Vom Versagen der Märkte zur Neuordnung der Weltwirtschaft, München 2010, 201 ff.

² *Adam Smith*, An inquiry into the Nature and Causes of the Wealth of Nations, London 1789; *Friedrich A. Hayek*, The Constitution of Liberty, Chicago 1960, 42 f., 135, 193 f. und *Milton Friedmann*, Capitalism and Freedom, Chicago 1962, 23, 200.

³ *Carl Baudenbacher*, Funktionszuwachs des Staates als wirtschaftsrechtliches Problem, SAG 57 1985 57; *Albrecht Langhart*, Rahmengesetz und Selbstregulierung, Diss. Zürich 1993, 86; *Christoph B. Bühler*, Regulierung im Bereich der Corporate Governance, Habil. Zürich 2009, N 18.

griffe durch Verbotsnormen und Verhaltensregulierungen waren demgegenüber eher verpönt⁴.

2. Der Sozial- und Wohlfahrtsstaat des 20. Jahrhunderts

Die Erwartung, dass der Staat darauf verzichten könne, in die sich selber regulierende Wirtschaft einzugreifen, erwies sich als Illusion. Nach dem Schock der grossen Depression der Dreissigerjahre und der damit einhergehenden Massenarbeitslosigkeit sowie den wirtschaftlichen Massnahmen während des zweiten Weltkrieges nahm die Tendenz zur staatlichen Wirtschaftslenkung wieder zu. In der Schweiz brachten die Wirtschaftsartikel⁵, die 1947 in die Verfassung aufgenommen wurden, zum Ausdruck, dass der Staat Verantwortung für die Konjunktur und Beschäftigung übernahm⁶. Gleichzeitig verstärkte sich aber auch die *Selbstorganisation der Wirtschaft*: Verschiedene Wirtschaftsgruppen schlossen sich zu politisch einflussreichen Verbänden zusammen. Der wirtschaftliche Wettbewerb wurde durch Kartelle und kollektive Verbandsregulierungen eingeschränkt. Dabei wurde deutlich, dass gewisse soziale Gruppen wie Arbeitnehmer, Mieter und Konsumenten den Anforderungen einer reinen Wettbewerbswirtschaft zufolge des Machtgefälles gegenüber den Anbietern nur bedingt gewachsen waren. Zur Beseitigung der marktstrukturellen Ungleichgewichte wurde nach staatlichen Massnahmen verlangt. Die Folge war eine signifikante Zunahme zwingender Rechtsnormen⁷.

3. Der Leistungsstaat des 21. Jahrhunderts

Der Wirtschaftseinbruch der Siebzigerjahre leitete dann die Krise des Sozial-

und Wohlfahrtsstaates ein. Der Ölpreisschock von 1973/74 führte in die längste *Rezession* seit der Weltwirtschaftskrise. Währungsturbulenzen, ein sprunghafter Anstieg der Arbeitslosigkeit, hohe *Inflation*, Wachstumsschwäche und eine steigende *Staatsverschuldung* zeigten die Grenzen staatlicher Regulierungen auf. Der Staatsinterventionismus geriet zunehmend in Kritik. Auftrieb erhielt wieder die klassische *liberale* Überzeugung, wonach der Markt in einer komplexen und nicht planbaren Gesellschaft Produktion und Konsum am besten koordinieren könne und mit seinem Anreiz- und Sanktionsmechanismus das effizienteste Wirtschaftssystem darstelle⁸. Einsetzende Bewegungen aus den Kreisen von Wissenschaft und Politik forderten Flexibilisierung, *Deregulierung* und *Privatisierung*⁹. Um staatliche Regulierungen in ihren Sektoren zu vermeiden, sind private Verbände und Unternehmen dazu übergegangen, sich durch *Selbstregulierungsmassnahmen* freiwillig zu binden, ihren Bereich also selber untereinander zu regeln¹⁰.

III. Funktionen der Finanzmarktregulierung

1. Grundfunktion der Korrektur von Marktversagen

Die Idee der Marktwirtschaft basiert grundsätzlich darauf, dass in einem vollkommenen Markt jeder seinen Eigennutzen im Rahmen minimaler Spielregeln maximiert und damit die Ressourcen effizient alloziert werden. Märkte sind jedoch nicht vollkommen. Der Zustand vollständiger Konkurrenz ist in einer realen Marktwirtschaft unerreichbar, weil die Voraussetzungen vollständiger Konkurrenz nicht

herstellbar sind. Die Funktionsfähigkeit einer liberalen Marktwirtschaft wird durch das Fehlen klarer Rahmenbedingungen gefährdet, was dann zu Wohlfahrtsverlusten, Verteilungsproblemen oder gar zu einem sogenannten «Marktversagen» führen kann¹¹. In diesen Bereichen kann die Regulierung als Korrekturmechanismus eingreifen. Sie setzt den *Ordnungsrahmen*, der es den Marktteilnehmern ermöglicht, einigermaßen gesicherte Erwartungen in ihr Verhalten untereinander zu entwickeln. Die Regulierung verschafft dem Einzelnen eine *Orientierung* und sorgt für *Rechtssicherheit* im Sinne des Vertrauens auf die Geltung, Durchsetzung und Kontinuität der anwendbaren Regeln¹².

⁴ *Luizius Mader*, Regulierung, Deregulierung, Selbstregulierung: Anmerkungen aus legislativer Sicht, ZSR 123 2004 20 f.; *Bühler* (Fn. 3) N 19.

⁵ Art. 31^{bis} ff. aBV, heute Art. 94 ff. BV.

⁶ *Häfelin/Haller/Keller*, Schweizerisches Bundesstaatsrecht, 7. A. Zürich 2008, 184 f.; *Klaus Vallender*, in: Ehrenzeller et al. (Hrsg.), Die schweizerische Bundesverfassung, Kommentar, 2. A. Zürich 2008, Art. 94 N 14 ff.

⁷ *Langhart* (Fn. 3) 89 f.; *Mader* (Fn. 4) 21 ff.; *Bühler* (Fn. 3) N 21.

⁸ Vgl. Fn. 2.

⁹ *Daniel Zuberbühler*, Finanzmarktregulierung und kein Ende?, in: Héritier et al., De lege ferenda, Genève 2004, 280 ff.; *Kurt Schiltknecht*, Corporate Governance, 2. A. Zürich 2009, 209.

¹⁰ *Baudenbacher* (Fn. 3) 69; *Langhart* (Fn. 7) 92; *Bühler* (Fn. 3) N 24.

¹¹ *Milgrom/Roberts*, Economics, Organization and Management, Englewood Cliffs 1992, 126 ff.; *Schäfer/Ott*, Lehrbuch der ökonomischen Analyse des Zivilrechts, 4. A. Berlin 2005, 107; *Stiglitz* (Fn. 1) 40 ff.

¹² *Mader* (Fn. 4) 33; *Georg Müller*, Elemente einer Rechtsetzungslehre, 2. A. Zürich 2006, 11; *Bühler* (Fn. 3) 30.

Die Finanzmarktregulierung ist nach diesem Verständnis also in erster Linie eine Antwort des Staates auf ein *Marktversagen*, eine Situation, in der es einem sich selbst überlassenen Markt nicht – oder nicht innert nützlicher Frist – gelingt, die Ressourcen

effizient zu allozieren und somit das erwünschte Marktgleichgewicht nicht entsteht¹³.

2. Funktionen der Finanzmarktregulierung im Besonderen

a) Verringerung der Informationsdisparität unter den Marktteilnehmern

Die Ökonomen führen zur Rechtfertigung der Finanzmarktregulierung vor allem die *Informationsdisparität* unter den Akteuren auf dem Finanzmarkt an. Diese können unmöglich alle gleichermassen vollständig über Preis, Mengen, Qualität und Ort der verfügbaren Güter und Dienstleistungen informiert sein¹⁴. Die Asymmetrie in der Verteilung der Informationen kann durch eine Erhöhung der *Transparenz* verringert werden. Die Regulierung hat dabei die Aufgabe, diejenigen Marktteilnehmer, die über bestimmte Wissensvorsprünge verfügen, zur Herausgabe der für die Funktionsfähigkeit des Marktes wichtigen Information zu veranlassen¹⁵.

b) Individual- und Systemschutz

Die Juristen verweisen im Finanzsektor demgegenüber auf die Grundfunktionen jeder modernen Finanzmarktregulierung, den *Individual-* und den *Systemschutz*¹⁶. Damit lässt sich praktisch jede gesetzgeberische Initiative begründen. Schutzobjekt der Finanzmarktregulierung sind auf der Mikro-Ebene die Anleger, Gläubiger, Versicherungsnehmer oder – genereller – die Konsumenten von Finanzdienstleistungen, und auf der Makro-Ebene die Funktionsfähigkeit und Stabilität des gesamten Finanzsystems. Zum Funktionsschutz gehört auch die Erhaltung der *Vertrauenswürdigkeit* und des *guten Rufes* des Finanzplatzes¹⁷.

IV. Politik und Medien als «Treiber» der Regulierung

Fehlt dieses Grundvertrauen oder wird es durch ein bestimmtes Ereignis, wie einen Finanzskandal, enttäuscht, erfolgen zukunftsgerichtete Investitionen nur noch zurückhaltend und die Wirtschaft stagniert¹⁸.

Die *Medien* verleihen dem Vertrauensverlust und der Enttäuschung einer Erwartungshaltung zusätzliche Resonanz. Sie recherchieren den Vorfall, enthüllen pikante Details und überbieten sich mit *Primeurs*; sie lassen erzürnte Bürger zu Wort kommen und setzen zur Treibjagd gegen die Verantwortlichen an. Die Suche nach dem Schuldigen macht dabei nicht beim betroffenen Unternehmen Halt, sondern weitet sich in der Regel auf den Finanzsektor als Ganzes und die zuständigen Aufsichtsinstanzen aus¹⁹.

Die *Politik* greift den Skandal als Reaktion auf die Medienberichterstattung auf. Sie verlangt eine Abklärung des Sachverhalts und – je nach Nähe des nächsten Wahltermins – ein resolutes Durchgreifen und kündigt parlamentarische Vorstösse an. Diese folgen postwendend in der nächsten Session in Form von Anfragen, Interpellationen, Postulaten oder Motionen²⁰.

Das Ergebnis ist eine Zunahme der Regulierung, die von der *Tagespolitik*²¹ dominiert wird, statt sich auf langfristige Planung und Kosten-Nutzen-Überlegungen zu stützen. So gesehen erweist sich die Regulierung als ein Mittel zur *«Skandal-Bewirtschaftung»*²², mit dem Risiko, dass sie nicht mehr auf den Individual- oder Systemschutz ausgerichtet ist, sondern vielmehr der Verarbeitung von aufwühlenden Ereignissen dient oder gar zum Spielball der Wahlkampfpolitik und damit letztlich zweckentfremdet wird.

¹³ Schumann/Meyer/Ströbele, Grundzüge der mikroökonomischen Theorie, 7. A. Berlin 1999, 22; Fritsch/Wein/Ewers, Marktversagen und Wirtschaftspolitik, 6. A. München 2005, 154 ff.; Watter/Spillmann, Corporate Social Responsibility, GesKR 1 (2006) 94 ff., 97 f.

¹⁴ Lukas Morscher, Die Regulierung der schweizerischen Finanzmärkte, Basler Diss. Zürich 1992, 80 ff.; Schumann/Meyer/Ströbele (Fn. 13) 436 ff. und Milgrom/Roberts (Fn. 11) 126 ff.

¹⁵ Nobel/Zimmermann, Regulierung – Überregulierung – Selbstregulierung aus juristischer und ökonomischer Sicht, in: Peter Nobel (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 2005, 53 ff., 58.

¹⁶ Nobel/Zimmermann (Fn. 15) 62; Sabine Kilgus, Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht, Habil. Zürich 2007.

¹⁷ Christine Hirszowicz, Schweizerische Bankpolitik, Bank- und Finanzwirtschaftliche Forschungen, 5. A. Bern 2003, 142; Zuberbühler (Fn. 9) 283; Kilgus (Fn. 16) 194; Peter Nobel, Schweizerisches Finanzmarktrecht, 2. A. Bern 2004, § 1 N 38.

¹⁸ Zuberbühler (Fn. 9) 289 f.

¹⁹ Zuberbühler (Fn. 9) 290 f.; Kurt Schiltknecht (Fn. 9) 181 ff.; Bühler (Fn. 3) N 46, 527.

²⁰ Häfelin/Haller/Keller (Fn. 6) 469 ff.; Gerhard Hoffmann, Das verfassungsrechtliche Gebot der Rationalität im Gesetzgebungsverfahren, ZG 5 (1990) 97 ff., 100 und 102.

²¹ Michael Leupold, «Megatrend» Regulierung – Folgen und Perspektiven, SJZ 103 2007 109 ff., 110; Jarren/Sarcinelli/Saxer, Politische Kommunikation in der demokratischen Gesellschaft, Opladen 1998, 701.

²² Zuberbühler (Fn. 9) 289; Monika Roth, Soft Law – Ordnungsvisionen in flux, Bern 2006, 2 f.; Peter Forstmoser, Wirtschaftsrecht im Wandel, Erfahrungen aus vier Jahrzehnten, SJZ 104 2008 133 ff., 138; Bühler (Fn. 3) N 46.

V. Rechtsstaatliche Rahmenbedingungen der Finanzmarktregulierung

«Grundlage und Schranke staatlichen Handelns» – so schreibt es die Bundesverfassung vor²³ – «ist das Recht». Greift der Staat also regulierend ein, so hat er sich an den *rechtsstaatlichen Rahmenbedingungen* zu orientieren²⁴. Im *formellen* Sinn setzt Rechtsstaatlichkeit neben der Gesetzmässigkeit der Verwaltung die Gewaltenteilung und gerichtlichen Rechtsschutz voraus. Nach Art. 36 Abs. 1 und Art. 164 Abs. 1 BV sind alle wichtigen rechtsetzenden Bestimmungen in einem *Gesetz im formellen Sinn* zu verankern, d.h. der demokratisch legitimierte Legislative vorbehalten²⁵. Im *materiellen* Sinn erfordert Rechtsstaatlichkeit nicht nur die Bindung an Rechtssätze, sondern die Durchsetzung inhaltlicher Mindestanforderungen, namentlich der *Grundrechte*, sowie die Orientierung am *öffentlichen Interesse*, an der *Verhältnismässigkeit* und an *Treu und Glauben*²⁶.

VI. Aktuelle Tendenzen in der Finanzmarktregulierung

1. Ad-hoc-Legiferierung

In der Entwicklung der aktuellen Gesetzesrevisionen im Bereich des Finanzmarktrechts ist eine Tendenz erkennbar, die vorgesehenen Verfahren *unter politischem Druck* zu beschleunigen. Vermag das gemächliche Tempo des helvetischen Gesetzgebungsverfahrens mit den politischen Erwartungen nicht Schritt zu halten, werden gerne «Abkürzungen» genommen²⁷. Besonders brisante Gesetzesänderungen werden nachträglich in bereits früher lancierte Reformprojekte integriert, obgleich sie mit diesen nicht in

einem engeren Sachzusammenhang stehen. So hat der Bundesrat beispielsweise unter dem Druck der USA am 23. Juni 2004 eiligst eine Zusatzbotschaft²⁸ zu der bereits zuvor eingeleiteten *GmbH-Reform* verabschiedet, damit das *Revisionsaufsichtsgesetz* – ohne Vernehmlassungsverfahren – noch in den nächsten Sessionen der Räte behandelt werden konnte.

Immer öfter werden Regulierungen zu tagespolitischen Themen auch in ein *separates Verfahren* aufgenommen oder sie werden nachträglich von weniger dringlichen, bereits angelaufenen Gesetzgebungsprojekten wieder abgekoppelt. Die Tendenz des Gesetzgebers zur *Ad-hoc-Legiferierung* zeigt sich etwa am Beispiel der nach wie vor heiss diskutierten Thematik der Offenlegung der Vergütungen der Spitzenorgane von börsenkotierten Gesellschaften. Am 7. Oktober 2005 wurden die diesbezüglichen aktienrechtlichen Bestimmungen aus dem Gesamtprojekt der Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts ausgeklammert und im Rahmen einer separaten bundesgesetzlichen Vorlage, dem sogenannten «Transparenzgesetz»²⁹, vorweg verabschiedet.

Diese Entwicklung hin zu einer Effizienzsteigerung des Gesetzgebungsverfahrens stellt einen an sich verständlichen Versuch dar, auf den zeitgemäss raschen Wandel der wirtschaftlichen Gegebenheiten zureagieren. Sie ist jedoch unter *rechtsstaatlichen* Gesichtspunkten bedenklich. Das Zusammenführen sachlich verschiedener Vorlagen in ein einziges Gesetzgebungsprojekt schränkt die *demokratische Willensbildung* ein, und die *Ad-hoc-Legiferierung* ist der *Rechtssicherheit* abträglich.

Zum eigentlichen Spielball der Wahlkampfpolitik hat sich im Zuge der Finanzkrise die Frage der *Beschrän-*

kung der Vergütungen des obersten Managements von börsenkotierten Aktiengesellschaften entwickelt – ein Thema, das seit Monaten die Berichterstattung in der Wirtschaftspresse dominiert und den Gesetzgeber veranlasst hat, die Instrumente der nachträglichen Integration und Abkopplung eines neuen Reformprojekts gleich *kombiniert* einzusetzen: Als Antwort auf die eidgenössische Volksinitiative «*gegen die Abzockerei*» legte der Bundesrat am 5. Dezember 2008 einen minder scharfen indirekten Gegenvorschlag vor, der als *Zusatzbotschaft*³⁰ zur laufenden Revision des Aktien- und Rechnungslegungsrechts³¹ ausgestaltet ist. Nach einem parteipolitischen Hin und Her hat der Nationalrat am 17. März 2010 jedoch beschlossen, der Abzockerinitiative einen direkten Gegenvorschlag zur

²³ Art. 5 Abs. 1 BV.

²⁴ Georg Müller, Möglichkeiten und Grenzen der Verteilung der Rechtsetzungsbefugnisse im demokratischen Rechtsstaat, ZBl 1998 1 ff., 3 f.; Dieter Gericke, Funktioniert der Rechtsstaat im Kapitalmarkt?, in: von der Crone et al. (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Zürich 2004, 359 ff.; Häfelin/Haller/Keller (Fn. 6) 50 ff.

²⁵ Müller (Fn. 24) 11 f.; Yvo Hangartner, in: Ehrenzeller et al. (Hrsg.), Die Schweizerische Bundesverfassung, Kommentar, 2. A. Zürich 2008, Art. 5 N 7; Pierre Tschannen, in: Ehrenzeller et al. (Hrsg.), Die Schweizerische Bundesverfassung, Kommentar, 2. A. Zürich 2008, Art. 164 N 4 ff.; Gericke (Fn. 24) 360 f.

²⁶ Art. 5 Abs. 2 und 2 sowie Art. 36 BV; vgl. Gericke (Fn. 24) 361; Bühler (Fn. 3) N 135 ff.

²⁷ Meier-Hayoz/Forstmoser, Schweizerisches Gesellschaftsrecht, 10. A. Bern 2007, § 10 N 87 ff.; Forstmoser (Fn. 22) 138; Kunz (Fn. 22) 563; Bühler (Fn. 3) N 608.

²⁸ BBl 2004 3969 ff.

²⁹ BBl 2005 5963 ff.

³⁰ BBl 2009 299 ff.

³¹ Botschaft des Bundesrates zur Änderung des Obligationenrechts vom 21. Dezember 2007, BBl 2008 1589 ff.

Revision der Bundesverfassung in der Vergütungsfrage gegenüberzustellen³². Dies hatte zur Folge, dass die Bestimmungen über die Corporate Governance von der Vorlage des Bundesrates zur Aktienrechtsrevision entkoppelt und vorerst nicht weiter behandelt wurden³³. Die relativ umfassende, von langer Hand vorbereitete und austarierte Reform des Aktien- und Rechnungslegungsrechts, die sich mit ungewöhnlich grossen Schritten auf der letzten Kurve zur Zielgeraden befand, ist damit im Zuge der heiss geführten politischen Debatte um die besondere Frage der Vergütungen wieder ins Stocken geraten. Sie ist ein Opfer des medial geförderten und von der Tagespolitik getriebenen Aktionismus des

Gesetzgebers geworden. Dabei handelt es sich bei der Frage der Vergütungen der Spitzenorgane in bestimmten börsenkotierten Unternehmen im Grunde viel weniger um ein aktienrechtliches, als um ein *gesellschaftspolitisches* Problem³⁴.

2. Zunehmende Verdichtung der Regulierung auf der Verordnungsstufe

Die Finanzmarktregulierung tendiert zu *Rahmengesetzen*, die nur die Grundzüge in Gesetzen regeln und die Konkretisierung der Exekutive auf *Verordnungsstufe* überlassen³⁵. Diese Form der delegierten Regulierung soll die Sachgerechtigkeit fördern; sie zeichnet sich durch eine hohe Flexibilität und Reaktionsfähigkeit aus³⁶.

In einem Gesetz, das von einer Aufsichtsbehörde administriert wird, hat dies zur Folge, dass nicht primär der Entscheidungsspielraum der Marktteilnehmer, sondern jener der *Aufsichtsbehörde* erweitert wird. Dieses weite Ermessen birgt das Risiko, dass die mit der Rahmengesetzgebung bezweckte Flexibilität durch eine zu detaillierte Regulierung wieder eingeschränkt wird. Das Ausmass der *Delegation* der Finanzmarktregulierung an die Behörden hat denn heute auch eine Ausprägung erreicht, die den Vorbehalt der Gesetzgebung im formellen Sinn für «wichtige rechtsetzende Bestimmungen» und für «schwerwiegende Eingriffe in die Freiheit der Rechtsunterworfenen» in Frage stellt³⁷.

Beispielhaft für diese Entwicklung ist die Regulierung im Bereich der *börsenrechtlichen Meldepflicht*³⁸. Diese verpflichtet die Aktionäre und Aktionärsgruppen, wie auch die Emittentin selber, innert vier Börsentagen Mitteilung zu machen, sobald sie direkt oder

indirekt bestimmte Schwellenwerte von Stimmrechten an einer Publikumsgesellschaft erreichen³⁹.

Als sich im Jahre 2007 ausländische Finanzinvestoren via ausgeklügelte Optionsstrategien eine nicht bedachte Freistellung im Gesetz zu Nutze machten und heimlich Beteiligungen an schweizerischen Industriegesellschaften wie *Sulzer*, *Saurer* und *Ascom* aufbauten, zeichneten die Medien das Bild der «Heuschrecken», die über die Schweiz herfielen und die heimische Lebensgrundlage der Eidgenossen bedrohten. Der Gesetzgeber sah sich veranlasst, im Eiltempo die Regelung der börsenrechtlichen Meldepflicht anzupassen. Das Parlament hat die Teilrevision des Börsengesetzes als dringliches Gesetz im Sinne von Art. 165 BV innert Monaten verabschiedet⁴⁰. Auch die damals zuständige EBK hat die erforderlichen Anpassungen der Börsenverordnung mit Inkrafttreten per 1. Dezember 2007 vorgenommen, teilweise noch vor der Schlussabstimmung über die Gesetzesänderung. Die einschlägigen Bestimmungen⁴¹ sind weniger als ein Jahr später, am 25. Oktober 2008, noch weiter verdichtet und in die Börsenverordnung-FINMA übernommen worden. Die Teilrevision betraf die Einführung der Meldepflicht auch für Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte, und zwar unabhängig davon, ob eine Realerfüllung vorgesehen oder zugelassen ist oder nicht, und die Streichung der 5%-Freigrenze für Wandel-, Erwerbs- und Veräusserungsrechte.

Das Ergebnis der raschen Reaktion des Gesetz- und Verordnungsgebers auf die Transaktionen, welche im Jahre 2007 die breitere Öffentlichkeit bewegten, ist eine sehr engmaschige und dichte Regulierung der FINMA. Diese beschränkt sich nicht etwa auf

³² Art. 1a und 2 Bundesbeschluss über die Volksinitiative «gegen die Abzockerei» vom 17. März 2010.

³³ Medienmitteilung der Rechtskommission des Nationalrates vom 26. März 2010.

³⁴ Peter Forstmoser, Die Entschädigung der Mitglieder von Verwaltungsrat und Topmanagement – Binsenwahrheiten, Missverständnisse und ein konkreter Vorschlag, in: Trindade/Peter/Bovet (Hrsg.), *Economie Environnement Ethique*, Zürich 2009, 145 ff., 150.

³⁵ Müller (Fn. 24) 16; Nobel (Fn. 17) § 1 N 16, 34 ff.; Gericke (Fn. 24) 363; Watter/Dubs, Bedeutung und Zukunft der Selbstregulierung im Kapitalmarktrecht, ST 79 2005 743 ff.

³⁶ Langhart (Fn. 3) 103 ff.; Müller (Fn. 24) 14; Zobi/Kramer, Schweizerisches Kapitalmarktrecht, Zürich 2004, N 134; Bühler (Fn. 3) N 803 ff. und 1026.

³⁷ Gericke (Fn. 24) 363; Langhart (Fn. 3) 49 ff.

³⁸ Art. 20 BEHG i.V.m. Art. 9 ff. BEHV-FINMA.

³⁹ Rolf H. Weber, in: Watter/Vogt (Hrsg.), *Basler Kommentar, Börsengesetz*, Art. 161, 161^{bis}, 305^{bis}, 305^{ter} StGB, Basel 2007, Art. 20 N 34; Peter Bäckli, *Schweizer Aktienrecht*, 4. A. Zürich, § 7 N 51 ff.; Bühler (Fn. 3) N 872 ff.

⁴⁰ Amtl. Bull. NR 2007/99 ff. und Amtl. Bull. SR 2007/418 ff.

⁴¹ Art. 9 ff. BEHV-FINMA.

die Erfassung der zunächst einfachen Grundregel der Offenlegung von Beteiligungen beim Erreichen bestimmter Schwellenwerte, sondern gibt die Einzelheiten, Auslegung und Ausnahmen dieses Tatbestandes bis ins letzte Detail vor. Die börsenrechtliche Meldepflicht ist heute ein kaum zu überbietendes Beispiel eines regulatorischen Perfektionismus⁴².

3. Verwischung der Grenzen von Rechtssetzung und Rechtsanwendung

Ausserhalb der formellen Gesetzgebungsverfahren hat sich ein eigentliches «Gestrüpp» von Richtlinien, Rundschreiben, Wegleitungen und Mitteilungen entwickelt. Diese sollen die gesetzlichen Regelungen konkretisieren und die Behördenpraxis standardisieren⁴³. Beispielhaft für diese Entwicklung ist das Rundschreiben 10/1 der FINMA vom 21. Oktober 2009, das Mindeststandards für *Vergütungssysteme* bei Finanzinstituten aufstellt. Die FINMA schreibt vor, dass die Boni nicht kurzfristig auszurichten, sondern vom *langfristigen* wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens abhängig zu machen sind. Ein Teil der Boni für wichtige Risikoträger ist zu sperren. Gefordert wird sodann ein «*Malus*»-Mechanismus: Bei schlechtem Geschäftsverlauf soll der Bonuspool massgeblich reduziert werden oder vollständig entfallen⁴⁴.

Mittels einer nicht näher definierten Form *hybrider Regulierung* hat die FINMA sodann jüngst in einer nie da gewesenen Gemeinschaftsaktion⁴⁵ mit der Schweizerischen Nationalbank *Liquiditätsregeln* für systemrelevante Finanzinstitute entwickelt, die für den Krisenfall als «*too-big-to-fail*»⁴⁶ eingestuft werden. FINMA und Nationalbank haben das neue Liquidi-

tätsregime – wie es in der Medienmitteilung vom 21. April 2010 heisst – «*in Zusammenarbeit*» mit den beiden betroffenen Grossbanken aufgestellt. Ausgangspunkt der neuen Regelung ist ein über die Anforderungen von Basel II hinausgehendes Stress-Szenario⁴⁷; dieses geht nebst einer allgemeinen Finanzkrise auch von einem speziell starken Vertrauensverlust der betroffenen Bank seitens der Märkte wie seitens der Privatkunden aus. Die neuen Liquiditätsanforderungen verlangen, dass die Grossbanken – vor allem durch das Halten einer angemessenen Reserve erstklassiger liquider Aktiven – in der Lage sind, die in diesem Szenario geschätzten Abflüsse während mindestens 30 Tagen ohne jede staatliche Unterstützung decken zu können. Dies soll den Grossbanken und den Behörden die nötige Zeit verschaffen, um in der Krisensituation eine Sanierungslösung zu finden⁴⁸.

Die FINMA greift mit diesen neuen Regeln relativ substanzuell und vor allem *detailliert* in die Geschäftspolitik und unternehmerische Freiheit dieser Finanzinstitute ein und dringt dabei sogar in den Kernkompetenzbereich der Führungsorgane vor:

(i) Wenn auch die von der FINMA festgelegten Grundsätze über die *Vergütung der Spitzenorgane* im Einklang mit der aktuellen politischen Stossrichtung zur Reform des Aktienrechts im Bereich der Corporate Governance liegen und im Ansatz durchaus zu begrüessen sind, so gehört die Festlegung des Vergütungssystems *de lege lata* doch zu den Kompetenzen des Verwaltungsrates⁴⁹, und die Vergütungspolitik ist ein wichtiges Führungsinstrument von Verwaltungsrat und Geschäftsleitung.

(ii) Gleiches gilt für das *Liquiditätsmanagement*: Die Sorge um die Liqui-

dität ist ein wichtiger Aspekt der Unternehmensführung. Sie gehört nach der geltenden aktienrechtlichen Konzeption zu den zentralen Aufgaben des obersten Führungsorgans⁵⁰.

Sind allfällige Mängel im bestehenden System zu korrigieren, so ist dies eine Aufgabe des *Gesetzgebers*. Rundschreiben sind als Verwaltungsverordnungen ohne rechtsetzenden Charakter zu qualifizieren. Sie entfalten keine unmittelbaren Rechtswirkungen für die Betroffenen, sondern

⁴² Gericke (Fn. 24) 364 f.; Bühler (Fn. 3) N 1030.

⁴³ Alexandre Flückiger, Régulation, dérégulation, autorégulation: l'émergence des actes étatiques non obligatoires, ZSR 2004 II, 159 ff.; Gericke (Fn. 24) 366; Bühler (Fn. 3) N 816.

⁴⁴ Peter Nobel, Notwendigkeit einer Bonusregelung?, SZW 81 2009 448 ff., 455 f.; Barthold/Widmer, Regulierung der variablen Vergütung?, AJP 18 2009 1389 ff., 1391 ff.

⁴⁵ Christine Kaufmann, SNB und FINMA in neuen Rollen?, SZW 81 2009 418 ff., 423.

⁴⁶ Vgl. Zwischenbericht der Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen vom 22. April 2010; Kaufmann (Fn. 45) 421 ff.; Peter V. Kunz, TBTF – Überlegungen zur «Too big to Fail»-Problematik, Jusletter vom 17. Mai 2010, 1 ff.; Stiglitz (Fn. 1) 163 f.

⁴⁷ Die FINMA hat seit 2008 bei schweizerischen Banken sogenannte «Stresstests» (Verlustpotenzialanalysen) durchgeführt, um die Auswirkungen von möglichen gravierenden Verschlechterungen der ökonomischen Rahmenbedingungen auf die Schweizer Institute zu ermitteln; vgl. Medienmitteilung der FINMA vom 23. Juli 2010.

⁴⁸ Zwischenbericht Expertenkommission (Fn. 46) 25.

⁴⁹ Eric Homburger, Kommentar zum Schweizerischen Zivilgesetzbuch, Obligationenrecht, Zürich 1997, Art. 717 N. 947; Georg Krneta, Praxiskommentar Verwaltungsrat, Bern 2005, Art. 716b N 1771.

⁵⁰ Art. 716a Abs. 1 Ziff. 1 und 3 OR; vgl. Böckli (Fn. 39) § 13 N 353.

dienen der Schaffung einer einheitlichen Verwaltungspraxis⁵¹. Die FINMA verfügt *nicht* über eine *selbständige Rechtsetzungskompetenz*. Sie wird in Art. 7 Abs. 1 lit. a FINMAG nur zum Erlass von Verordnungen ermächtigt, «wo dies in der Finanzmarktgesetzgebung vorgesehen ist». Das Bankengesetz ermächtigt die FINMA nicht zum Erlass von Regeln zur dauernden Einführung eines neuen Regimes hinsichtlich der Vergütungssysteme oder des Liquiditätsmanagements von Finanzinstituten. Dies wird bestätigt durch Art. 55 Abs. 1 FINMAG, wonach selbst die Ausführungsbestimmungen zum FIN-

MAG und zu den Finanzmarktgesetzen grundsätzlich vom *Bundesrat* zu erlassen sind.

Aus rechtsstaatlicher Sicht ist diese Art der *hybriden Regulierung* heikel: Obschon die Anordnungen der FINMA formell keine Rechtskraft entfalten, sind die von ihr betroffenen Finanzinstitute nämlich *faktisch* daran gebunden, während die Behörden grundsätzlich davon abweichen können. Dieses Vorgehen führt zu einer *Verwischung der Grenze zwischen Rechtsetzung und Rechtsanwendung*: Standardsituationen werden zwar generell-abstrakt geregelt, jedoch zugleich so konkret beantwortet, dass die Rechtslage wie bei Allgemeinverfügungen abschliessend geregelt wird. Dennoch genügt der Erlass weder den für *Rechtsetzungsakte* vorgesehenen Verfahren noch dem bei *Rechtsanwendungsakten* zu gewährenden Anspruch auf rechtliches Gehör⁵².

4. Staatlich gesteuerte Selbstregulierung

Bis zur Jahrtausendwende war im schweizerischen Finanzmarktrecht noch ein gewisser Trend von der staatlichen Regulierung hin zur privatautonomen Regelbildung durch die materiell von ihr Betroffenen, zur sogenannten *Selbstregulierung*⁵³, zu verzeichnen. Im Vertrauen auf die Wirksamkeit der «selbstheilenden» Kräfte des Marktes sollte den Marktteilnehmern eine möglichst grosse Gestaltungsautonomie und Entscheidungsfreiheit belassen werden⁵⁴. So legte die *Schweizerische Bankiervereinigung* die massgeblichen Regeln für den sorgfältigen Umgang mit anvertrauten Geldern in der Vereinbarung über die Standesregeln zur Sorgfaltspflicht der Banken⁵⁵ selber fest. Die *Schweizerische Treuhand-Kammer* präziserte den für

Revisoren und später dann auch für Finanzanalysten geltenden Unabhängigkeitsmassstab in eigens erlassenen Richtlinien und setzte hinsichtlich deren Einhaltung auf ein privat-autonomes «Peer review»-System⁵⁶. Der Wirtschaftsdachverband *economisuisse* stellte im «Swiss Code of Best Practice for Corporate Governance»⁵⁷ organisatorische und verfahrensorientierte Leitlinien zur Optimierung eines funktional ausgewogenen Zusammenspiels von Führung und Kontrolle in Publikumsgesellschaften auf.

Auch diese Formen der Selbstregulierung sind nicht selten *politisch* motiviert. Verbände und Berufsorganisationen möchten mit dem autonomen Erlass von Selbstregulierungen einer drohenden staatlichen Regulierung zuvorkommen. Dies in der Hoffnung, selbst aufgrund der eigenen Fachkenntnis und Marktnähe sachgerechtere Regelungen zu treffen, als sie vom Gesetzgeber zu erwarten sind, oder die Gefahr zu bannen, dass der Staat allzu harte Auflagen oder Einschränkungen einführt⁵⁸.

Spätestens seit Finanzskandalen wie *Swissair* oder *ABB* hat sich der *Selbstregulierungstrend* jedoch nahezu wieder ins Gegenteil verkehrt. Verstärkt durch die aktuelle Finanzkrise haben politische Vorstösse, die den Gesetzgeber im Bereich des Finanzmarktrechts zum Tätigwerden aufrufen, wieder zugenommen. Mit Erlassen, wie dem *Revisionsaufsichtsgesetz*⁵⁹ und *Transparenzgesetz*⁶⁰ – mit zahlreichen zwingenden Detailvorschriften in Bereichen, die bisher zu einem grossen Teil Gegenstand der Selbstregulierung waren –, hat der Gesetzgeber deutlich gemacht, dass wichtige wirtschaftsrechtliche Regulierungen künftig wieder vermehrt Gegenstand des *staatlichen Rechts* sein sollen. Geht es darum, die Inter-

⁵¹ *Zobl/Kramer* (Fn. 36) 50; *Nobel* (Fn. 17) § 7 N 102 und § 9 N 22 ff.; *Bühler* (Fn. 3) N 816; *Felix Uhlmann*, Verwaltungsverordnungen in der Rechtsetzung, Gedanken über Pechmarie, *LeGes* 2 (2009) 151 ff., 156.

⁵² *Gericke* (Fn. 24) 367; *Flückiger* (Fn. 43) 276.

⁵³ *Nobel* (Fn. 16) 124 ff.; *Bühler* (Fn. 3) N 103 ff. m.w.H.

⁵⁴ *Christoph B. Bühler*, Corporate Governance: Schweizer «Best Practice» im Lichte des Sarbanes-Oxley Act, in: Peter Nobel (Hrsg.), Aktuelle Rechtsprobleme des Finanz- und Börsenplatzes Schweiz, Bern 2004, 265; *Nobel/Zimmermann* (Fn. 15) 85 f.; *Forstmoser* (Fn. 22) 136.

⁵⁵ VSB 08 vom 7. April 2008.

⁵⁶ *Vogt/Abresch*, Die Revisionsstelle als wirksames Instrument der Corporate Governance, *ST* 77 2003 811 ff., 816; *Bühler* (Fn. 54) 260 ff.

⁵⁷ SCBP vom 25. März 2002, aktualisiert und ergänzt am 6. September 2007.

⁵⁸ *Langhart* (Fn. 3) 125; *Hugo Renz*, Selbstregulierung im schweizerischen Bankwesen – ein Erfolgsrezept?, in: von der Crone/Forstmoser/Zäch (Hrsg.), Aktuelle Fragen des Bank- und Finanzmarktrechts, Zürich 2004, 129 ff., 134; *Bühler* (Fn. 3) N 118 ff.

⁵⁹ Bundesgesetz über die Zulassung und Beaufsichtigung der Revisorinnen und Revisoren vom 16. Dezember 2005 (SR 935.71).

⁶⁰ Vgl. Fn. 29.

essen der verschiedenen Anspruchsgruppen im Unternehmen und die öffentlichen Interessen autoritativ gegeneinander abzuwägen, so kann diese Aufgabe aus Gründen der *demokratischen Legitimation* und der *Rechtsdurchsetzung* nur dem Gesetzgeber zukommen. Bei der Regulierung ist zudem die *Kohärenz des Finanzmarktrechts* zu wahren⁶¹.

Obwohl die Selbstregulierung mit Blick auf die Finanzkrise in den Augen vieler versagt hat, macht sich bei den ersten Schönwetterzeichen auch schon wieder Kritik an der *Überregulierung* breit. Es besteht tatsächlich das Risiko, dass jetzt die Gesetze unnötig mit *zwingenden* Bestimmungen beladen werden, wo *dispositives* Recht ausreichen würde, oder dass Chancen vertan werden, sinnvolle alternative Gestaltungsinstrumente ins Gesetz aufzunehmen. Die Selbstregulierung hat vor allem Vorteile in Bereichen, die stark technisch und international ausgerichtet sind und Spezialwissen sowie eine erhöhte Flexibilität voraussetzen⁶². Staatliche Regulierung und Selbstregulierung können sich hier harmonisch zu einer marktnahen, flexiblen und wettbewerbsneutralen Ordnung ergänzen.

Es geht letztlich darum, die richtige *Balance zwischen staatlicher und privatautonomer Regulierung* zu finden. Eine gewisse Vorreiterrolle hat hier das Konzept der *staatlich gesteuerten Selbstregulierung* der SIX Exchange. Das als Rahmengesetz konzipierte Börsengesetz gewährt der Börse weitgehende Autonomie, nicht nur bei der Regelung ihrer internen Ordnung, sondern auch bezüglich der Wahrnehmung der ihr übertragenen Aufgaben. Auf dieser Grundlage regelt das von der SIX erlassene und von der *FINMA genehmigte* Kotierungsreglement die Voraussetzungen für die Zu-

lassung zum Handel an der Schweizer Börse sowie die Publizitätspflichten für die Aufrechterhaltung der Kotierung⁶³.

Wer nun meint, diese Art der gesteuerten Selbstregulierung führe zur *Deregulierung*, sieht sich allerdings getäuscht. Wie der Ordnungsgeber, der vom Gesetzgeber mit Rechtsetzungskompetenzen ausgestattet worden ist, hat auch der Selbstregulator der Versuchung zu widerstehen, den ihm eingeräumten Regulierungsspielraum allzu rigoros auszuschöpfen⁶⁴. Die Schweizer Börse neigt heute dazu, ein feingliedriges Gitterwerk von Richtlinien, Rundschreiben und Mitteilungen zu entwickeln und dieses im Rahmen von ausführlichen Kommentierungen noch weiter zu verdichten.

5. «Entnationalisierung» der Regulierung

Die zunehmende internationale Vernetzung und Globalisierung der Finanzmärkte, die damit einhergehende *Rezeption* des US-amerikanischen Rechts in Europa und der *autonome Nachvollzug* europäischer Regulierungen in der Schweiz stellen die Beziehung zwischen Staat und Wirtschaft grundlegend vor neue Herausforderungen⁶⁵. Nationale Grenzen, geografische Distanzen und staatliche Regulierungen verlieren an Bedeutung für die rechtlichen und wirtschaftlichen Beziehungen. Es scheint sich eine *regulatorische Lücke* gebildet zu haben, die weder durch völkerrechtliche Verträge noch durch territorial begrenzte Regulierungen einzelner Staaten effektiv geschlossen werden kann⁶⁶. Das dadurch entstandene Regelungsvakuum wird immer öfter durch internationale Organisationen und private Einrichtungen ausgefüllt. Dabei spielen insbesondere

die *internationalen Standards*⁶⁷ eine Rolle von zunehmender Bedeutung.

Ein Beispiel für diesen Prozess der «Entnationalisierung» der Regulierung liefern die *internationalen Rechnungslegungsstandards IFRS/IAS*. Diese haben die Rechnungslegungsvorschriften des schweizerischen Obligationenrechts nicht nur in ihrem Umfang, sondern auch in ihrer Bedeutung längst überholt. Die IFRS werden künftig nur noch aufgrund gesetzlicher Verweisung im positiven Recht verankert sein⁶⁸; in materiellrechtlicher Hinsicht haben sie sich von der staatlichen Regulierung bereits weitgehend emanzipiert.

Es gibt zunehmend Belange, die aufgrund der internationalen und grenzüberschreitenden Auswirkungen und Zusammenhänge nur noch auf

⁶¹ Hans Caspar von der Crone, Finanzmarktaufsicht – eine Standortbestimmung, NZZ Nr. 61 vom 14./15. März 2009, 27; Bühler (Fn. 3) N 787.

⁶² Watter/Dubs (Fn. 35) 747; Bühler (Fn. 3) N 180 ff. m.w.H.

⁶³ Watter/Dubs (Fn. 35) 746; Bühler (Fn. 3) N 803 ff.

⁶⁴ Forstmoser (Fn. 22) 136.

⁶⁵ Thomas Cottier, Die Globalisierung des Rechts, ZBJV 133 1997 217 ff.; Heinrich Kolter, Globalisierung und Internationalisierung des Wirtschaftsrechts, ZSR II 2000 317 ff.; Karl Hofstetter, Globalisierung und Wirtschaftsrecht, ZSR II 2000 365 ff.; Christoph B. Bühler, Regulierung der Corporate Governance in einem dynamischen internationalen Umfeld, GesKR 1 2006 60 ff.; ders. (Fn. 3) N 196.

⁶⁶ Weber/Schaller, Auswirkungen der EU-Finanzmarktregulierung auf die schweizerische Finanzmarktgesetzgebung, EuZ 6 2004 74 ff.; Bühler (Fn. 65) 60 und (Fn. 3) N 199.

⁶⁷ Vera Schreiber, Internationale Standards, Neues Recht für die Weltmärkte?, Zürcher Diss., Bern 2005, 53 ff.; Peter Nobel, Transnationales und Europäisches Aktienrecht, Bern 2006, 708 ff.; Bühler (Fn. 3) N 243 ff.

⁶⁸ Art. 962 und 962a E-OR 2007.

überstaatlicher Ebene geregelt werden können. In diesen Bereichen besteht das Risiko der Durchsetzung einseitiger Interessen, oberflächlicher Einhaltung der Standards und mangelnder öffentlicher Kontrolle. Zu denken ist etwa an die *Ratingagenturen*, deren Bewertungen einen erheblichen Einfluss auf den Zugang der Unternehmen zu neuem Eigenkapital haben und regelmässig eine internationale Signalwirkung erzielen⁶⁹. Ratingagenturen nehmen als Informationsintermediäre gleichsam eine «Torwächterfunktion»⁷⁰ an der Zutrittsschwelle zu den internationalen Kapitalmärkten ein. Die Gründe, die zu einer Rating-Entscheidung führen, sind häufig weder für das beurteilte Unternehmen noch für den Marktteilnehmer nachvollziehbar. Die *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) hat daher einen Verhaltenskodex für Rating-Agenturen mit rechtlich unverbindlichen

Leitlinien publiziert⁷¹; dieser fordert eine rasche Veröffentlichung aller Ratings und eine Offenlegung über die Verfahren und Methoden bei der Rating-Erstellung. Ein regulatorischer Ansatzpunkt könnte hier etwa darin bestehen, die Rating-Agenturen gesetzlich zu einer *Entsprechenserklärung* hinsichtlich der Einhaltung des IOSCO-Verhaltenskodexes bzw. zur Offenlegung einschlägiger Abweichungen zu verpflichten⁷².

VII. Thesen für eine zukunftsgerichtete Finanzmarktregulierung

Aus diesen aktuellen Entwicklungstendenzen im Spannungsfeld von Recht und Politik sind vier allgemeine Thesen für eine zukunftsgerichtete Finanzmarktregulierung abzuleiten:

1. Regulierungsbedarf und -folgenabschätzung

Ausgangspunkt jeder Finanzmarktregulierung muss die Frage sein, ob bzw. inwieweit überhaupt ein Regulierungsbedarf besteht. Wird die Frage bejaht, ist eine Regulierungsfolgenabschätzung vorzunehmen.

Regulierung darf nicht zum Selbstzweck werden; sie soll nur in Bereichen eingesetzt werden, in denen die Marktkräfte allein nicht oder nicht innert nützlicher Frist das erwünschte «level playing field» herbeiführen können. Ist ein Bereich als *regelungsbedürftig* erkannt worden, sind zuerst die möglichen Auswirkungen der Regulierung zu antizipieren. Der strikteste Rahmen für die Bewertung der positiven und negativen Folgen der Regulierung ist eine konsequente *Kosten-Nutzen-Analyse*⁷³: die Kosten der Einführung und Umsetzung der Regulierung müssen plausibel sein und insgesamt in einem vernünftigen

Verhältnis zu den zu erwartenden Ergebnissen stehen.

2. Rechtsstaatliche Rahmenbedingungen

Die rechtsstaatlichen Rahmenbedingungen bilden die notwendige Grundlage und absolute Schranke der Finanzmarktregulierung.

Im Finanzmarktrecht sind wirtschaftsrechtliche Gesetzgebungsprozesse zunehmend einem hohen Zeitdruck ausgesetzt. Es ist stets viel Aufwand, Koordination und Sachverstand notwendig, um Gesetze erfolgreich durch das Vorverfahren der Gesetzgebung, insbesondere die Ämterkonsultation sowie das Vernehmlassungs- und Mitberichtsverfahren zu schleusen und diese dann stimmig in das komplexe Ganze der bestehenden normativen Landschaft einzufügen. Vermag das Tempo des schweizerischen Gesetzgebungsverfahrens mit den Anforderungen eines dynamischen Finanzmarktrechts nicht mehr Schritt zu halten, sind neue regulatorische Modelle in Betracht zu ziehen. In einer Rahmengesetzgebung mit weitgehender Verweisung der Detailregelung an die leicht änderbare Verordnungsstufe und in der *staatlich gesteuerten Selbstregulierung* sind durchaus zeitgemässe regulatorische Alternativen zu erblicken.

Werden jedoch Regeln *ausserhalb* der Gesetzgebung gebildet und durchgesetzt, und wird die Rechtsetzung an den Rechtsanwender oder an die Regulierten selbst delegiert, so besteht das Risiko mangelnder *demokratischer Kontrolle* und *Rechtsdurchsetzung*. Gesetzlich verankerte Anliegen und Vorgaben werden ausgedehnt oder verhandelbar und das Recht ist nicht mehr einklagbar. Der Regulator, der gesetzestretend auf

⁶⁹ Susan Emmenegger, Die Regulierung von Rating-Agenturen, SZW 78 2006 32 ff.; Uwe Blaurock, Verantwortlichkeit von Ratingagenturen, ZGR 36 2007 603 ff.; Patrick C. Leyens, Unabhängigkeit der Informationsintermediäre zwischen Vertrag und Markt, in: Baum et al. (Hrsg.), Perspektiven des Wirtschaftsrechts, Berlin 2008, 423 ff.

⁷⁰ Sog. «Gatekeeper»; vgl. John C. Coffee, What Caused Enron? A Capsule Social and Economic History of the 1990s, Cornell Law Review 89 2004 269 ff., 334 und 336 f.; Leyens (Fn. 69) 423 ff.; Bühler (Fn. 3) N 528 und 536.

⁷¹ Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies vom Dezember 2004.

⁷² So der Ansatz in der Verordnung (EG) Nr. 1060 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 16. September 2009 über Ratingagenturen, ABl. EG L 302, 1 ff., Erw. 8.

⁷³ FINMA, Leitlinien zur Finanzmarktregulierung vom 22. April 2010, Ziff. 11; Zuberbühler (Fn. 9) 807; Bühler (Fn. 3) N 293 ff., 311 ff. m.w.H.

den Finanzmarkt einwirkt, hat der Versuchung zu widerstehen, sich vom *Druck der Tagespolitik* leiten zu lassen, den vorgezeichneten Pfad des Gesetzgebers zu verlassen und den ihm eingeräumten Ermessensspielraum bei der Rechtsanwendung durch den Erlass generell-abstrakter Detailvorschriften zu missbrauchen.

3. Balance zwischen notwendiger Regulierung und unternehmerischer Freiheit

Der Staat ist als Regulator gefordert, die für das Gedeihen der Wirtschaft erforderliche Freiheit und die legitimen Schutzinteressen der Marktteilnehmer gegeneinander abzuwägen.

In modernen Finanzmärkten ist die *vollständige Deregulierung* keine Option. Verlässliche regulatorische Signale sind eine unentbehrliche Voraussetzung für funktionierende Finanzmärkte geworden. Die Gewährleistung

der guten Ordnung auf den Finanzmärkten ist dabei primär eine Aufgabe des *Staaes*. Der Staat hat aber jedes Interesse daran, dass die Unternehmen prosperieren, und er muss ihnen daher auch die *Freiheit* überlassen, jene Strukturen zu entwickeln, die sie zur Entfaltung einer erfolgreichen Geschäftstätigkeit für richtig erachten.

4. Einbindung der internationalen Standards in staatliche Strukturen

Der Staat stösst aufgrund des territorial beschränkten Anwendungsbereichs seiner Regulierungen im Finanzmarktbereich an seine Grenzen und muss der Internationalisierung zunehmend Rechnung tragen.

Grenzüberschreitend tätige Marktteilnehmer haben ein Interesse an einem internationalen *«level playing field»* und einer einheitlichen Durchsetzung des Rechts, um bei eigenem

Fehlverhalten keinen Nachteil gegenüber Konkurrenten zu erleiden, die sich *nicht* an den internationalen Standards orientieren. Diesem Anliegen wird etwa Rechnung getragen, indem die Marktteilnehmer durch innerstaatliche Vorschriften dazu angehalten werden, in Bezug auf bestimmte internationale Standards oder Verhaltenskodizes eine *Entsprechenserklärung* abzugeben.

Entscheidend ist letztlich: Eine zukunftsgerichtete und nachhaltige Finanzmarktregulierung muss auch in internationalen Belangen in die bewährten *staatlichen Strukturen* und in die *politische Verantwortung* eingebunden bleiben – ganz im Sinne des *«caveat»* Sir Winston Churchills: *«Do not let spacious plans for a new world divert your energies from saving what is left of the old.»*