

Regulierung: Reputation, Vertrauen und Verantwortung

Hans Caspar von der Crone / Tatjana Linder

Nach der Krise kommt die Regulierung. Mehr Regulierung wird verlangt, erwartet oder befürchtet, jedenfalls aber als selbstverständlich angesehen. Der Moment scheint deshalb günstig, sich einige grundlegende Fragen im Zusammenhang mit der Regulierung von Märkten im Allgemeinen und Finanzmärkten im Besonderen zu stellen. Wieso werden Märkte reguliert (A.)? Verleitet Regulierung zu Missbrauch (B.)? Macht Regulierung sorglos (C.)? Welche Erwartungen erweckt Regulierung (D.)? Was, wenn Regulierung versagt (E.)? Welche Rolle spielte die Finanzmarktregulierung auf dem Weg zur Finanzmarktkrise (F.)? Welche Konsequenzen sind zu ziehen (G.)?

A. Hintergrund und Entstehen der Regulierung

I. Unvollständige Information – unvollständige Verträge

Im Idealfall haben zwei Parteien, die miteinander einen Vertrag abschliessen, uneingeschränkter Zugang zu allen Informationen, die notwendig sind, um die Qualität der gegenseitigen Leistung im Voraus festzulegen und im Nachhinein zu überprüfen. Unter dieser Bedingung der symmetrisch verteilten und vollständig zugänglichen Information können die Parteien einen vollständigen Vertrag vereinbaren, der alle relevanten Parameter ihrer zukünftigen Beziehung festlegt. Sind dagegen nicht alle relevanten Informationen vollständig vorhanden oder sind die Informationen unter den Parteien asymmetrisch verteilt, so werden die Parteien nicht in der Lage sein, in ihrem Vertrag alle Aspekte der künftigen Leistungen zu beschreiben. Mehr oder minder wichtige Aspekte der gegenseitigen Leistungen sind in diesem Fall nicht vollständig definiert. Konsequenz kann eine Divergenz zwischen den Erwartungen der Parteien und ihrem formell durchsetzbaren vertraglichen Anspruch sein.

Information ist in der Praxis so gut wie nie in allen Teilen zugänglich und symmetrisch verteilt¹. Selbst im Fall eines gewöhnlichen Kaufvertrags über eine Sache sind die Parteien regelmässig nicht in der Lage, sämtliche Aspekte der gegenseitigen Leistungen abschliessend zu beschreiben und damit durchsetzbar zu machen. Wer beispielsweise einen neuen Drucker kauft, wird gewisse Erwartungen an den Kundendienst haben. Wenn er sich nach dem Kauf mit einem nur beschränkt an seinem Problem interessierten Call-Center konfrontiert sieht, wird ihm die Leistung des Verkäufers rasch als unzureichend erscheinen, obwohl er deswegen keine positive Vertragsverletzung geltend machen könnte.

Immerhin bestehen bezüglich des Grades, zu dem die vertraglichen Leistungen definiert sind und durchgesetzt werden können, je nach Vertragsart grosse Unterschiede. Kaufverträge über vertretbare Sachen, wie insbesondere standardisierte Rohstoffe, weisen ein hohes Mass an Vollständigkeit auf². Verträge über Dienstleistungen sind dagegen typischerweise in hohem Mass unvollständig³. Das Recht hat seine Grenzen bei der Beschreibung und Durchsetzung solcher Vertragsleistungen indirekt schon seit langem anerkannt: Der einfache Auftrag – als

¹ Ein vollständiger Vertrag hätte sowohl prohibitiv hohe Kosten in der Ausarbeitung und Formulierung, als auch in der Durchsetzung des vereinbarten Verhaltens zur Folge. Er kann aber als Modell dienen. PAUL MILGROM/JOHN ROBERTS, *Economics, Organization and Management*, Upper Saddle River 1992, 129 ff. (zit. MILGROM / ROBERTS, *Economics, Organization and Management*); HOLGER FLEISCHER, *Informationsasymmetrie im Vertragsrecht*, München 2001, 93; SILVIA HUNZIKER, *Das Prinzipal-Agent-Problem im schweizerischen Vertragsrecht*, Zürich 2007, 28 (zit. HUNZIKER, *Prinzipal-Agent-Problem*).

² Auch deshalb, weil es sich in der Regel um einmalige Transaktionen handelt und die Wahrscheinlichkeit, dass sich Umstände während der Vertragsbeziehung massgebend verändern oder dass Unerwartetes eintritt, gering ist. Bsp: Kauf eines Mineralwassers am Kiosk. MILGROM/ROBERTS, *Economics, Organization and Management* (FN 1), 131, 259.

³ MILGROM/ROBERTS, *Economics, Organization and Management* (FN 1), 32.

Paradigma des Vertrages über eine komplexe Dienstleistung – kann nach Art. 404 OR von beiden Parteien zwingend jederzeit aufgelöst werden. Der Gesetzgeber verzichtet hier also vollständig auf eine zwangsweise Durchsetzung der künftigen Vertragsleistungen. Die gegenseitigen Leistungen der Parteien, wie der Anspruch auf getreue und sorgfältige Auftragsausführung, der Anspruch auf Rechenschaftsablage und der Anspruch auf Vergütung sowie Ersatz der Auslagen und Verwendungen, betreffen die Vergangenheit und Gegenwart des Vertrags. Vom Verbot des Rücktritts zur Unzeit abgesehen, kann keine Partei gegen den Willen der anderen die Fortführung der Zusammenarbeit in der Zukunft erzwingen⁴.

In ausgeprägt unvollständigen Verträgen spielt die Reputation eine zentrale Rolle. Weil beide Parteien wissen, dass nicht alle Aspekte der Leistung formell durchgesetzt werden können, legen sie bei der Auswahl der Gegenpartei grosses Gewicht auf deren Ruf. Wer beispielsweise einen Arzt oder Anwalt sucht, wird sich unter Bekannten nach den Erfahrungen erkundigen, die sie mit verschiedenen Ärzten oder Anwälten gemacht haben. Ärzte und Anwälte⁵ wissen um die Bedeutung ihrer Reputation für ihre künftigen Geschäftsaussichten. Mit Blick auf ihre langfristigen Interessen werden sie deshalb davon absehen, den Freiraum, den ihnen der Vertrag mit dem Patienten oder Klienten lassen würde, opportunistisch zum kurzfristigen eigenen Vorteil einzusetzen⁶. Reputation wird so zu einem Schlüsselement in der Governance einiger der wichtigsten Standardvertragsformen einer modernen Wirtschaft, wie insbesondere auch der Beziehung zwischen den Aktionären als Prinzipalen und den Verwaltungsräten und der Geschäftsleitung als Agenten in der Aktiengesellschaft⁷.

II. Grundlagen von Reputationsmechanismen

Reputationsmechanismen spielen insbesondere unter folgenden Voraussetzungen:

- *Asymmetrische und/oder unvollständige Information*: Reputation wird von vornherein nur dann relevant, wenn die Parteien nicht über vollständig und symmetrisch verteilte Information verfügen⁸. Wissen macht Vertrauen und Reputation überflüssig⁹.
- *Zumindest teilweise beobachtbares Verhalten*: Die Reputation eines Leistungserbringers beruht auf seinem früheren Verhalten¹⁰. Zumindest einzelne Aspekte dieses Verhaltens müssen sich also beobachten lassen. Ein Patient kann beispielsweise nicht selbst mitverfolgen, wie der Chirurg die Operation durchführt. Dagegen kann er sein persönliches Wohlbefinden nach der Operation einschätzen. Fühlt er sich wohl, so deutet dies auf eine erfolgreiche Operation hin. Dieser Zusammenhang ist wahrscheinlich aber nicht zwingend: Der Patient kann sich auch wohl fühlen, weil die Operation gar nicht notwendig gewesen wäre. Oder er kann sich trotz der an und für sich korrekt ausgeführten Operation unwohl

⁴ HANS CASPAR VON DER CRONE, Rahmenverträge, Zürich 1993, 209 ff.

⁵ Als klassische Beispiele der Informationsasymmetrie aufgrund von *hidden information*, d.h. Information, die dem Prinzipal nicht vorliegt, obwohl er seinen Agenten beobachten kann. HUNZIKER, Prinzipal-Agent-Problem (FN 1), 32 f.

⁶ ADAM SMITH, Lectures on Jurisprudence, Part II, Report Dated 1766, N 326; CARL SHAPIRO, Premiums for High Quality Products as Returns to Reputations, The Quarterly Journal of Economics, November 1983, 659-680, 660 (zit: SHAPIRO, Premiums for High Quality Products as Returns to Reputations); m.w.H: MILGROM/ROBERTS, Economics, Organization and Management (FN 1) 257; PAUL HERBIG/JOHN MILEWICZ/JIM GOLDEN, A Model of Reputation Building and Destruction, Journal of Business Research, 1994, 23-31, 30. In der Konsequenz entsteht der Effekt einer *self-fulfilling prophecy*: DANIEL DÉDEYAN, Macht durch Zeichen, Zürich 2004, 77 ff. (zit: DÉDEYAN, Macht durch Zeichen).

⁷ Grundlegend zur Prinzipal-Agent-Theorie: STEPHEN A. ROSS, The Economic Theory of Agency: The Principals's Problem, The American Economic Review, Papers and Proceedings of the Eighty-fifth Annual Meeting of the American Economic Association, 1973, 134-139; MICHAEL C. JENSEN/WILLIAM H. MECKLING, Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure, Journal of Financial Economics, October 1976, 305-360.

⁸ SHAPIRO, Premiums for High Quality Products as Returns to Reputations (FN 6), 659.

⁹ HUNZIKER, Prinzipal-Agent-Problem (FN 1), 84 ff.

¹⁰ HANS CASPAR VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation in der Corporate Governance der Publikumsgesellschaft, ZSR 2000, 260 (zit: VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation).

fühlen, weil es zu Komplikationen kam, die sich auch bei perfekter Operationstechnik nicht hätten vermeiden lassen.

- *Wiederholte Interaktion innerhalb einer Gruppe von Dienstleistungserbringern und -bezügern*: Wiederholte Interaktion unter den gleichen Personen bietet in sich Gewähr dafür, dass die gegenseitigen Leistungen den gegenseitigen Erwartungen entsprechen. Beide Parteien wissen nämlich, dass ihre Zusammenarbeit enden wird, wenn sie den Erwartungen der Gegenpartei nicht gerecht werden¹¹. Diese Leistungssicherung durch Reziprozität überträgt der Mechanismus der Reputation auf die Interaktion unter einer Vielzahl von Personen¹². Statt wie in der Zweiparteien-Beziehung auf die eigene frühere Erfahrung mit der betreffenden Gegenpartei stellen die potentiellen Vertragsparteien allgemein auf den Ruf der Gegenpartei ab. Reputation ist in dieser Konstellation die Summe der Erfahrungen verschiedener Personen mit dem betreffenden Dienstleistungserbringer. Damit Reputationsmechanismen relevant werden können, müssen diese Informationen den zukünftigen potentiellen Vertragspartnern zugänglich sein¹³. In vielen Fällen funktioniert dieser Informationsaustausch unstrukturiert – eben durch die sprichwörtliche „Mund-zu-Mund-Propaganda“. Das Internet erlaubt darüberhinaus auch einen strukturierten Informationsaustausch, eine Informationsbörse, etwa auf Webseiten, auf denen Besucher ihre Erfahrungen mit Restaurants, Hotels oder anderen Dienstleistungen und Produkten untereinander austauschen können. Findet zwischen den aktuellen und potentiellen Kunden keinerlei Informationsaustausch statt, so entfallen Reputationsmechanismen. Ein anschauliches Beispiel hierzu ist der fliegende Souvenir-Verkäufer im Hafen für Kreuzfahrtschiffe. Da er seine Souvenirs immer wieder neuen Gruppen von Touristen auf Landgang verkauft, kann er unter seinen gegenwärtigen und potentiellen Kunden keine Reputation aufbauen, was ihm zum Vorteil, aber auch zum Nachteil gereichen kann: Da er nicht auf die Zukunft zu achten hat, rechnen seine Kunden von vornherein damit, übervorteilt zu werden. Sie erwarten schlechte Ware und sind deshalb auch nicht bereit, mehr als das Minimum zu bezahlen¹⁴.

III. Anfänge der Regulierung

Wer eine bestimmte Dienstleistung benötigt, wird zuerst die Reputation verschiedener möglicher Anbieter ermitteln müssen. Kauft er die betreffende Dienstleistung nur selten und befindet er sich auf fachlich ungewohntem Territorium, so kann diese Suche aufwendig sein: Bei der Evaluation möglicher Gegenparteien können beträchtliche Suchkosten anfallen. Der Dienstleistungsnachfrager hat unter diesen Umständen ein grosses Interesse an einem verlässlichen Qualitätssignal.

In Branchen, in welchen die Reputation grosse Bedeutung hat, hängt die Reputation der einzelnen Dienstleistungserbringer bis zu einem gewissen Grad voneinander ab. Hat die Branche als Ganzes einen schlechten Ruf, so beeinträchtigt dies insbesondere jene Dienstleistungserbringer, die im Branchenvergleich hohe Qualität anbieten. Wie im berühmten Beispiel des Gebrauchtwagenmarktes (*market for lemons*)¹⁵ wird es ihnen nicht leicht fallen, ihre Kunden davon zu überzeugen, dass ihre Leistung entgegen der Reputation

¹¹ In der Spieltheorie wird die wiederholte Interaktion zwischen zwei Parteien als *tit for tat* bezeichnet: Die Interaktion funktioniert so lange, als beide Parteien kooperieren, d.h. alle Erwartungen erfüllen. JORGE M. PACHECO/ARNE TRAUlsen/HISASHI OHTSUKI/MARTIN A. NOWAK, Repeated games and direct reciprocity under active linking, *Journal of Theoretical Biology*, 2008, 723–731,729. Zur Reziprozität im Vertragsrecht vgl. auch: ERSNT FEHR/SIMON GÄCHTER/GEORG KIRCHSTEIGER, Reciprocity as a contract enforcement device: experimental evidence, *Econometrica* 1997, 833-860.

¹² MILGROM/ROBERTS, *Economics, Organization and Management* (FN 1), 265 ff.

¹³ SHAPIRO nimmt in seinem Modell an, dass Reputation eine öffentliche Information darstellt: SHAPIRO, Premiums for High Quality Products as Returns to Reputations (FN 6), 663 f.

¹⁴ GEORGE AKERLOF, The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *Quarterly Journal of Economics* 1970, 488-500 (zit: AKERLOF, The Market for "Lemons"); VON DER CRONE, Verantwortlichkeit, Anreize und Reputation, 262.

¹⁵ AKERLOF, The Market for "Lemons" (FN 14).

der gesamten Branche eine überdurchschnittlich hohe Qualität aufweist. Dementsprechend werden sie sich ausser Stande sehen, für ihre Leistung den der Qualität entsprechenden Preis zu verrechnen. Wer Leistungen hoher Qualität erbringt, wird deshalb daran interessiert sein, gemeinsam mit anderen Anbietern hoher Qualität einen Qualitätsstandard zu etablieren und so den Dienstleistungsnachfragern ein die Suchkosten senkendes Qualitätssignal zur Verfügung zu stellen¹⁶. Dies sind Ansätze einer Selbstregulierung, welche sich etwa bei Branchenverbänden wie den Anwaltsverbänden oder der Ärzteverbindung FMH finden. Die Organisationen, welche solche Standards festlegen und durchsetzen, entwickeln typischerweise eine Form von Zeichen. Der Dienstleistungsanbieter kann dem Markt durch Verwendung des Zeichens signalisieren, dass er den Standard erfüllt¹⁷. Beispiele für solche Zeichen oder „Labels“ sind die Facharztstitel der FMH oder die Fachanwaltstitel des Schweizerischen Anwaltsverbandes.

Ob ein Standard tatsächlich zu einer Reduktion der Suchkosten führt, hängt von seiner Leistungsfähigkeit und der Qualität seiner Durchsetzung ab. Insbesondere ist jeder Standard gegen Trittbrettfahrer zu verteidigen¹⁸. Die Leistungsfähigkeit eines Standards und die Qualität seiner Durchsetzung lassen sich wiederum nur beschränkt messen. Auch auf dieser Ebene sind wir mit einem Problem der asymmetrischen Information konfrontiert. Dementsprechend spielt auch hier der Ruf eine zentrale Rolle: Die Reputation des individuellen Leistungsanbieters wird mit anderen Worten durch die Reputation der regulierenden Instanz und des von ihr erlassenen Standards ergänzt und zum Teil sogar ersetzt.

B. Regulierung und moral hazard

Standards haben häufig verzerrende Nebeneffekte. So ist es nach der „Klubtheorie“ für das einzelne Mitglied attraktiv, den Standard nur gerade minimal zu erfüllen¹⁹. Es sind die marginalen Mitglieder, die am meisten von der Klubmitgliedschaft profitieren²⁰. Gerade wer die geringste Berechtigung dazu hat, hat das grösste Interesse daran, sich auf das Qualitätssignal zu berufen.

Dann stellt jeder Standard bis zu einem gewissen Grad die Form vor den Inhalt. Wer den Standard formell verletzt, wird sich nur schwer mit dem Argument rechtfertigen können, Sinn und Zweck des Standards seien eingehalten. Umgekehrt muss, wer den Standard formell einhält, materiell aber unterläuft, nur ausnahmsweise mit Sanktionen rechnen. Der Verstoss gegen Sinn und Zweck eines Standards wird also eher toleriert, als seine formelle Verletzung²¹. Einzelne Marktteilnehmer werden deshalb immer nach Wegen suchen, die ihnen bei formeller Einhaltung der Standards ein Minimum an materieller Einschränkung der Handlungsfreiheit bieten. Diese Tendenz zur formellen, oberflächlichen Einhaltung des Standards stellt für den Standardsetzer – oder Regulator – eine konstante Herausforderung dar. Begnügt er sich mit einer bloss formellen Regelkonformität und wird dies den

¹⁶ *Signaling* als Massnahme gegen die adverse Selektion: MICHAEL SPENCE, Job Market Signaling, The Quarterly Journal of Economics, 1973, 355-374; HUNZIKER, Prinzipal-Agent-Problem (FN 1), 67 ff.

¹⁷ Reputations- und Informationspolitik durch *Signaling*: KLAUS SPREMANN, Reputation, Garantie, Information, Zeitschrift für Betriebswirtschaft, 1988, 613-629, 613 f. (zit: SPREMANN, Reputation, Garantie, Information); DÉDEYAN, Macht durch Zeichen (FN 6), 53.

¹⁸ Eine extreme Form des Trittbrettfahrens kann durch die bloss Kontrolle und Durchsetzung der Standards verhindert werden, weil ein ungeeigneter Agent nicht in der Lage sein wird, die Standards zu erfüllen bzw. die damit verbundenen Kosten für ihn zu hoch wären.

¹⁹ Hier spricht man auch von einer so genannten „Box-ticking-Mentalität“: CHARLES GODHART ET AL., Financial Regulation – why, how and where now?, London 1998, 3.

²⁰ Illustrativ hierzu etwa die berühmte Zeile: “I don't want to belong to any club that will accept me as a member.” aus dem Film “Groucho and me” (1959) der Marx Brothers.

²¹ Gerichte können ebenso nur in Extremfällen durch die Anwendung von Art. 2 Abs. 2 ZGB, dem Rechtsmissbrauchsverbot, eingreifen: ERNST ZELLER, Treu und Glauben und Rechtsmissbrauchsverbot, Zürich 1981, 361.

Marktteilnehmern bewusst, so riskiert er, nicht mehr ernst genommen zu werden. Seine Reputation ist in Frage gestellt und damit auch seine Fähigkeit, ein glaubwürdiges Qualitätssignal zu senden.

Regulierung hat damit die Züge eines Wettrüstens. Der Regulator wird laufend durch den Versuch herausgefordert, den bestehenden Standard zu unterlaufen. Will er seine Reputation und die seines Standards verteidigen, wird er auf diese Herausforderung mit immer raffinierterer und komplexerer Regulierung reagieren müssen. Dabei läuft er ein hohes Risiko der Überregulierung, wird er doch primär vom marginalen und nicht vom durchschnittlichen Marktteilnehmer herausgefordert²².

C. Regulierung und Risikobewusstsein

Erfolgreiche Regulierung gibt den Marktteilnehmern ein Gefühl der Sicherheit im Umgang mit ihren Gegenparteien. Sie verdrängt damit einen Teil des natürlichen Risikobewusstseins, welches nicht regulierte Geschäftsbeziehungen typischerweise auszeichnet. Bei der Auswahl eines regulierten Dienstleistungserbringers werden Dienstleistungsbezügler dem Gegenparteiisiko geringere Bedeutung zumessen, als dies in einem nicht regulierten Bereich der Fall wäre. Im Umgang mit öffentlichen Verkehrsmitteln, vom Tram, Zug über die Seilbahn bis zum Flugzeug, mit Elektrogeräten oder mit Banken sind Konsumenten weniger risikobewusst, als sie dies gegenüber nicht regulierten Leistungsanbietern wären²³. Sie verlassen sich bis zu einem gewissen Grad auf die Wirksamkeit der Regulierung²⁴.

Auf den ersten Blick mag der Eindruck entstehen, es liege wiederum ein Sachverhalt des *moral hazard* vor, d.h. der Idee, Regulierung mache schlicht sorglos und vertrauenselig. Dem ist allerdings nicht so: Moderne Produkte-, Dienstleistungs- und Finanzmärkte könnten nicht allein nach dem Prinzip „Trau, schau wem“ funktionieren. Vielmehr müssen sich Marktteilnehmer gegenseitig ein Grundmass an Vertrauen entgegenbringen können. Die Teilnehmer an Finanzmärkten wären beispielsweise nicht in der Lage, die Kreditwürdigkeit jeder Gegenpartei vor jedem einzelnen Geschäft in allen Einzelheiten abzuklären, jedenfalls nicht zu vertretbaren Transaktionskosten. Regulierung hat mit anderen Worten gerade die Funktion, natürliches Misstrauen durch ein Grundvertrauen zu ersetzen²⁵, beim Reisen mit der Eisenbahn so gut wie im Geschäftsverkehr mit und unter Banken.

D. Regulierung als Vertrauenstatbestand

Funktionierende Regulierung schafft somit Erwartungen²⁶ und beeinflusst das Verhalten der Marktteilnehmer, in dem sie in der Tendenz Misstrauen durch Vertrauen ersetzt. Regulierung hat also alle Aspekte eines Vertrauenstatbestandes oder einer Versicherung. Auch wer sich keinen *moral hazard* vorwerfen lassen muss, wird in einem regulierten Markt seine Gegenparteien anders auswählen und überwachen, als er dies in einem nicht regulierten Markt tun würde. Anders als bei tatsächlicher Vertrauenshaftung oder Versicherungsverträgen steht

²² Erforderlich erscheint deshalb eine gesunde Standfestigkeit des Regulators gegenüber skandalträchtigen und medienwirksamen Ereignissen. SITA MAZUMDER, Finanzmarktregulierung im Spannungsfeld von Überregulierung und Deregulierung, Der Schweizer Treuhänder, 2006, 519-523, 522.

²³ Ein anderes Beispiel bietet der Fussgängerstreifen, wo laut einer Studie eine erhöhte Unfallgefahr herrscht, und zwar unter anderem deshalb, weil sich die Fussgänger im Vortritt wissen und damit ihr Risikobewusstsein schwindet. Die *EuroTest*-Studie ist abrufbar unter: <<http://www.strada.tcs.ch>> (besucht am 6. 11.2008).

²⁴ Wobei der Konsumentenschutz gerade auch als Ziel der Regulierung genannt werden kann; vgl: SABINE KILGUS, Effektivität von Regulierung im Finanzmarktrecht, Zürich 2007, 194 f. (zit: KILGUS, Effektivität von Regulierung); EIDGENÖSSISCHES FINANZDEPARTEMENT, Richtlinien für die Finanzmarktregulierung, September 2005, 3.

²⁵ Und dadurch auch die Transaktionskosten zu senken bzw. die Effizienz zu steigern: KILGUS, Effektivität von Regulierung (FN 24), 185.

²⁶ Die Erwartungen steigen mit einem positiven *track-record* (und damit einer guten Reputation) des Regulators stetig: WALLIS COMMITTEE OF INQUIRY, Financial System Inquiry, Final Report, March 1997, Commonwealth of Australia, 177. Verfügbar unter: <<http://fsi.treasury.gov.au/content/FinalReport.asp>> (besucht am 6.11.2009); SPREMANN, Reputation, Garantie, Information (FN 17), 619 f.

dem Marktteilnehmer im „Schadensfall“ – dann also, wenn seine Erwartungen enttäuscht werden – typischerweise kein formeller Anspruch gegen den Regulator zu. Der Regulator übernimmt mit anderen Worten keine formelle Verantwortung für die Qualität des zuvor ausgesandten regulatorischen Signals, genauso wie er zuvor auch keine Entschädigung – keine Versicherungsprämie – für die Übernahme dieser Verantwortung erhalten hatte. Regulierung läuft damit Gefahr, überschüssende Signale zu setzen. Der Regulator schafft Erwartungen, auf die er sich, sollte er sich täuschen, nicht behaften lassen will²⁷. Diese prekäre Natur des regulatorischen Signals wird den Marktteilnehmern in kritischen Phasen bewusst, etwa nach Seilbahnunglücken, Flugzeugabstürzen oder aktuell in der weltweiten Finanzkrise: Das regulatorische Signal erscheint nicht länger als vertrauenswürdig, jedenfalls dann, wenn es nicht beim Einzelereignis bleibt. Die Reputation des Regulators und seines Standards ist in Frage gestellt. Misstrauen tritt im Geschäftsverkehr an die Stelle des durch Regulierung geschaffenen Grundvertrauens.

E. Kampf um die Reputation

Welche Optionen hat der Regulator, wenn er nach einem Regulierungsversagen mit dem drohenden Zerfall seiner Reputation konfrontiert ist?

I. Deregulierung

Eine erste mögliche Strategie ist die Deregulierung: Was nicht wirkungsvoll reguliert werden kann, wird besser gar nicht reguliert. Wenn keine regulatorischen Signale gesendet werden, werden auch keine falschen Signale gesendet. Vorsicht, ja sogar Misstrauen, ersetzt dann das möglicherweise fast naive Vertrauen in die wirkungsvolle Überwachung der Gegenparteien²⁸.

Der Ansatz der Deregulierung mag in einzelnen Märkten funktionieren. Positive Erfahrungen wurden damit beispielsweise im Bereich der Gastronomie gemacht. Überkommene Befähigungsausweise wurden abgeschafft²⁹. Kreative Gastwirte sind dazu übergegangen, den Gästen durch Glaswände den Blick aus dem Restaurant in die Küche zu ermöglichen. Damit kann sich der Gast ein eigenes Urteil über die Professionalität bilden, mit der in der Küche gearbeitet wird. Die Informationsasymmetrien, die früher Anlass zur Regulierung gaben, werden so stark relativiert. Die Deregulierung hat hier also zu mehr Transparenz geführt.

In komplexen Märkten und insbesondere in Finanzmärkten ist dieser Ansatz allerdings aus zwei Gründen nicht erfolversprechend:

- Es besteht ein hohes Mass an *Pfadabhängigkeit*³⁰. Marktteilnehmer haben sich an ein gewisses Mass regulatorischen Schutzes gewöhnt. Der Weg zurück vom Grundvertrauen zum Prinzip Misstrauen – die Rückkehr zu Hobbes' Naturzustand, in dem das Misstrauen allen Menschen gemeinsam ist – wäre heute nicht gangbar³¹.

²⁷ Anderes gilt für den Fall, dass der staatliche Regulator die ihm obliegende Pflicht zur Durchsetzung und Überwachung seiner Standards nicht wahrnimmt. Dann könnte ihn eine Haftung nach dem Verantwortlichkeitsgesetz (VG) treffen, obwohl die Hürde für eine solche Staatshaftung aufgrund der fehlenden Widerrechtlichkeit und des strengen Massstabes an die Pflichtverletzung sehr hoch ist. Vgl. die abgelehnte Haftung der EBK in: BGE 116 Ib 193, 196.

²⁸ „Man muss den Verkehr gefährlicher machen, damit er sicherer wird.“ Hans Monderman, Verkehrsplaner, Zeit online, Mai 2005, abrufbar unter: <www.zeit.de/zeit-wissen/2005/05/Verkehrsberuhigung_NEU.xml> (besucht am 7.11.2008) betreffend die Abschaffung sämtlicher Verkehrsregeln (mit Ausnahme des Rechtsvortritts) in der niederländischen Stadt Drachten. Vgl. auch: NZZ Folio, 1. September 2007.

²⁹ Der Fähigkeitsausweis für Gastwirte als Voraussetzung für die Erteilung des Wirtepatents wurde 1996 aufgehoben. „Konsequente Liberalisierung - im Gastgewerbe“, NZZ, 16. März 1999, 94.

³⁰ Als klassisches Beispiel für Pfadabhängigkeit gilt die sog. QWERTY-Tastatur, welche ursprünglich aus technischen Gründen für die Schreibmaschine entwickelt wurde. Mit dem Aufkommen des Computers wurde diese Tastatur beibehalten, obwohl es dafür keine technische Notwendigkeit mehr gab und eine ergonomische Ausrichtung der Tastatur sinnvoller gewesen wäre. PAUL A. DAVID, Clio and the Economics of QWERTY, The American Economic Review, 1985, 332-337, 333 f.

³¹ *homo homini lupus*: Das Zitat geht ursprünglich auf den römischen Dichter Plautus (250-184 v. Chr.) zurück, wurde aber vor allem im Zusammenhang mit der naturrechtlichen Staatstheorie von HOBBS bekannt. THOMAS HOBBS, Leviathan or the Matter, Form and Power of a Commonwealth Ecclesiastical and Civil, 1651.

- Das Prinzip Misstrauen wäre mit astronomisch hohen *Transaktionskosten* verbunden, müsste doch jede Partei für jede einzelne Transaktion die Kreditwürdigkeit der Gegenpartei individuell abklären. Unter diesen Bedingungen wären globalisierte Finanzmärkte nicht funktionsfähig.

Dem Staat als Finanzmarktregulator bleibt damit nur die Flucht nach vorn: Er wird alles daran setzen müssen, die Glaubwürdigkeit seines regulatorischen Signals wiederherzustellen.

II. Übernahme der Verantwortung

Eine nach vorn gerichtete Strategie besteht darin, die Verantwortung für das regulatorische Signal zu übernehmen. Wie der Private, der nach den Regeln der Vertrauenshaftung für die von ihm zurechenbar erweckten Erwartungen einzustehen hat, oder wie der Versicherer, der unter der Police verantwortlich ist, übernimmt hier der Regulator die Verantwortung für die berechtigten Erwartungen, die er mit seinem regulatorischen Signal erweckt hat. Regulatoren werden dies typischerweise nicht direkt tun, sondern sie werden ihr Einstehen indirekt begründen, etwa indem sie auf die Systemrisiken des Ausfalls eines Marktteilnehmers („*too big to fail*“) hinweisen. Faktisch übernehmen sie die Verantwortung für eine verfehlte Regulierung, indem sie Marktteilnehmer unterstützen, welche in finanzielle Schwierigkeiten geraten sind.

Kurzfristig kann diese Strategie funktionieren. Es mag auch Situationen geben, in denen nur diese Strategie zur Verfügung steht. Langfristig allerdings birgt die Strategie erhebliche Risiken. Regulierungskonzepte versagen nicht selten deshalb, weil Marktteilnehmer ihnen bloss noch der Form, aber nicht mehr dem Inhalt nach gerecht werden. Marktteilnehmer werden dabei sehr genau beobachten, wie der Regulator auf ein solches materielles Unterlaufen der Regulierung reagiert. Wenn der Regulator seinen Ruf sichern will, wird er deshalb nicht davon absehen können, die Regulierung bzw. ihre Durchsetzung so zu überarbeiten, dass sie wieder wirkungsvoll ist. Dies gilt umso mehr, als innerhalb des Marktes immer einzelne Marktteilnehmer darauf spekulieren werden, dass der Regulator die Verantwortung übernimmt, wenn ein Marktteilnehmer unter formeller Einhaltung der Regeln scheitert³². Der Regulator befindet sich also in einer ausgesprochen unkomfortablen Situation: er hat zwischen *Skylla* und *Charybdis* zu navigieren, zwischen der Gefährdung des Systems als Folge des Kompromittierens des früheren regulatorischen Signals einerseits, und dem Risiko, gerade deswegen spekulativ missbraucht zu werden, andererseits³³. Soll er für die Erwartungen einstehen, die er mit seinem regulatorischen Signal erweckt hat und damit zugleich das Risiko eingehen, *moral hazard* zu belohnen – oder soll er ein Exempel statuieren und damit offen zugeben, dass sein regulatorisches Signal überschossen hat?

Die Übernahme der Verantwortung für vergangene Signale kann deshalb nur ein Schritt auf dem Weg zur Lösung sein. Auch aufgrund der dadurch strapazierten Staatsfinanzen hat der Regulator mittel- bis langfristig keine Alternative: Er muss die bestehende Regulierung überdenken und effizienter gestalten.

III. Überarbeitung der Regulierung

Die bestehende Regulierung kann entweder inhaltlich oder in der Durchsetzung überarbeitet werden.

³² PETER NOBEL, Die Nationalbank als Lender of Last Resort – ein leeres Versprechen oder Notrecht?, in: Aspekte des Wirtschaftsrechts, Festgabe zum Schweizerischen Juristentag 1994, 497-510, 504 f., 508.

³³ Eine solche Gratwanderung zeigt sich auch in der aktuellen Finanzmarktkrise. Einige Finanzinstitute wurden gerettet und andere nicht. An Stelle vieler: „Bestrafter Hochmut“, NZZ, 18. September 2008, 23.

Inhaltlich kann der Regulator innerhalb des gleichen Regulierungsansatzes strengere Regeln aufstellen. Dieser Ansatz ist für den Regulator insofern attraktiv, als er es ihm verhältnismässig einfach macht, eine Diskussion über eigene Fehler zu vermeiden. Es ist nämlich ein gemeinsames Merkmal fast aller regulatorischen Prozesse, dass der Regulator zuerst strengere Regeln vorschlägt, die er dann auf Druck und Intervention seitens der Marktteilnehmer nur in abgeschwächter Form in Kraft setzen kann³⁴. Wenn der Regulator nach einer Regulierungskrise strengere Regeln verlangt, kann er deshalb häufig – und oft auch zu Recht – auf eigene frühere Vorstösse verweisen.

Besonders wirkungsvoll ist sodann in vielen Fällen die Überarbeitung der Durchsetzung. Nicht selten wird nämlich beim Erlass von Regulierungen ihrer künftigen Durchsetzung zu wenig Gewicht beigemessen. Oft genügt es deshalb, die Voraussetzungen dafür zu schaffen, dass die bestehenden Regeln künftig konsequent durchgesetzt werden. Innerhalb der Regulierungsbehörden ist dieser Ansatz von vornherein beliebt, führt er doch zu zusätzlichen Ressourcen und zu einem Ausbau der eigenen Stellung³⁵. Und gegen die Versuchung, zumindest ein wenig sogenanntes *empire building* zu betreiben, sind selbst Regulatoren nicht völlig immun.

Fallweise schliesslich wird kein Weg an einem grundsätzlichen Überdenken des Regulierungskonzeptes vorbeiführen. Dieser Schritt setzt auf Seiten der Regulierungsinstanz ein hohes Mass an Fähigkeit und Bereitschaft voraus, die eigene Arbeit selbstkritisch zu hinterfragen. Es ist denn auch eine wichtige Aufgabe der politischen Instanzen, welche die Oberaufsicht über die Regulierungsinstanzen ausüben, dafür zu sorgen, dass es auch wirklich zu einer solchen Evaluation kommt.

F. Finanzmarktregulierung

Eine wirkungsvolle Regulierung der Finanzmärkte hätte die aktuelle Finanzmarktkrise womöglich verhindert. Die Finanzmarktkrise ist also auch eine Finanzmarktregulierungskrise. Trotz grossem intellektuellen und materiellen Aufwand scheint es somit bis heute noch nicht gelungen zu sein, die Finanzmärkte angemessen zu regulieren. Die Ursachen dafür sind vielfältig. Immerhin sticht ein Aspekt hervor: Banken weisen heute durchschnittlich eine deutlich tiefere Eigenkapitalquote auf, als dies noch vor 50 Jahren der Fall war. Vergleicht man beispielsweise die durchschnittliche Eigenkapitalquote der fünf Schweizer Grossbanken im Jahre 1957 mit derjenigen der zwei aus der Konsolidierung hervorgegangenen Schweizer Grossbanken im Jahre 2007, so ergibt sich eine Abnahme der Eigenkapitalquote von 7.36% um mehr als die Hälfte auf 2.99%³⁶. Diese Entwicklung ist insofern nicht selbstverständlich, als die Schweizer Grossbanken 1957 wie alle Schweizer Banken primär im Inland und primär in stark kartellisierten Märkten tätig waren. Ihre Geschäftsrisiken waren damit überschaubar und die Volatilitäten gering³⁷. 2007 dagegen operierten die beiden Schweizer Grossbanken in

³⁴ Ein Beispiel ist die Streichung von Ziff. 3 in Art. 161 StGB (Insiderdelikte). Ziff. 3 war nachträglich in der parlamentarischen Beratung eingefügt worden. Die Aufzählung von konkreten Tatbeständen in Ziff. 3 hatte dazu geführt, dass bspw. das Ausnutzen eines Wissensvorsprungs im Vorfeld einer Fusion strafbar war, weil es die Chancengleichheit der Anleger beeinträchtigte. Nicht strafbar mangels Erwähnung in Ziff. 3 war hingegen das Ausnutzen des Wissensvorsprungs im Zusammenhang mit einer Gewinnwarnung. Dies, obwohl dadurch die Chancengleichheit der Anleger in gleichem Masse beeinträchtigt wurde. Die Formulierung in Ziff. 3 erwies sich als zu eng. Vor kurzem kehrte man deshalb zur ursprünglich vorgesehenen Lösung ohne konkrete Aufzählung in Ziff. 3 zurück. Vgl. die Botschaft zur Änderung des Schweizerischen Strafgesetzbuches (Streichung von Art. 161 Ziff. 3 StGB), BBl 2007, 439-448. Art. 161 StGB bzw. seine seltene Anwendung, ist ausserdem ein Beispiel für einen Sachverhalt, in welchem eine konsequente Durchsetzung der Norm zur erhöhten Wirksamkeit verhelfen könnte. „Insiderstrafnorm als zahnloser Papiertiger "Lieber Insider als Outsider", NZZ, 10. Juni 2003, 26.

³⁵ So ortet denn auch der Direktor des Sekretariats der EBK Personalbedarf für eine effizientere Überwachung: DANIEL ZUBERBÜHLER, Jahresmedienkonferenz der EBK, 1. April 2008, 4.

³⁶ SCHWEIZERISCHE NATIONALBANK, Die Banken in der Schweiz 2007, A54 f.; die Daten betreffend die Grossbanken im Jahre 1957 wurden uns freundlicherweise von der SNB zur Verfügung gestellt.

³⁷ Das Bankengesetz (Bundesgesetz über die Banken und Sparkassen, AS 51 119, 141) verlangte 1957 in einer im Vergleich mit den heutigen Regeln sehr einfach gehaltenen Eigenmittelvorschrift eine Eigenmittelquote von 5%.

globalen, hoch kompetitiven und stark volatilen Märkten. Intuitiv würde man für die global tätige Bank im Jahr 2007 mehr Eigenkapital verlangen, als für die primär in der Schweiz tätige Bank von 1957. Noch akzentuiert wird dieses Bild, wenn man sich die Aktivseite der Bankbilanzen von 1957 und 2007 vor Augen hält. 1957 wurden die Aktiven der Bank grundsätzlich zu Herstellungs- bzw. Anschaffungskosten (*historical cost*) verbucht, abzüglich allfälliger Abschreiber. Die Rechnungslegung zu Anschaffungswerten kreiert über die Zeit erhebliche stille Reserven. Der genaue Umfang dieser stillen Reserven lässt sich rückblickend nicht leicht feststellen. Einzelne Positionen immerhin geben einen Eindruck von der möglichen Grössenordnung. So hat etwa die Schweizerische Kreditanstalt 1957 ihre Immobilien mit einem Wert von CHF 11,5 Mio. ausgewiesen, während der Versicherungswert der Immobilien mit CHF 39.9 Mio. beziffert wurde³⁸. Zieht man in Betracht, dass im Versicherungswert der Landwert nicht enthalten ist, ist davon auszugehen, dass die Schweizerische Kreditanstalt die Immobilien 1957 wohl zu weniger als zu einem Viertel des Verkehrswertes verbucht hat.

Nach IFRS und US-GAAP sind die Aktiven heute grundsätzlich zum Zeitwert (*fair value*) zu verbuchen. Soweit ein Vermögenswert laufend an einem Markt gehandelt wird, entspricht dieser *fair value* dem Marktpreis (*mark to market*). Konzeptionell ist das *fair value accounting* dem *historical cost accounting* klar überlegen: *Fair value accounting* ergibt nicht nur ein genaueres Bild über die Leistungsfähigkeit des Unternehmens, sondern verhindert auch, dass negative Entwicklungen über längere Zeit durch die faktische Auflösung von stillen Reserven kompensiert und so vertuscht werden können³⁹. Eine Konsequenz der Elimination der stillen Reserven durch den *fair value*-Ansatz ist aber, dass die Aktivseite der Bilanz riskanter wird. *Ceteris paribus* ist zur Finanzierung der gleichen Bilanzsumme unter Rechnungslegung zum Zeitwert mehr Risikokapital notwendig als vor 50 Jahren unter Rechnungslegung zu Anschaffungswerten. Schliesslich dürfen heute mit gewissen Einschränkungen auch Verbindlichkeiten *mark to market* bewertet werden⁴⁰. Eine tiefere eigene Bonität reduziert dabei den Wert der Verbindlichkeiten. Konzeptionell liegt auch diese Regel konsequent auf der Linie des *fair value accounting*. Die praktischen Auswirkungen aber laufen jeder kaufmännischen Intuition zuwider: Die Verschlechterung der eigenen Lage wird in der Erfolgsrechnung als Erfolg verbucht⁴¹.

Das *fair value accounting* und insbesondere der Ansatz von *mark to market* sind eine Voraussetzung für die Einführung von finanzmathematischen Modellen zur Risikokontrolle im Finanzsektor. Der finanzmathematische Ansatz war und ist in vielen Teilen spektakulär erfolgreich. So wäre insbesondere der ganze Markt für Derivate ohne Finanzmathematik nicht mehr denkbar. Finanzmathematische Ansätze haben aber auch einen starken Druck hin zur Quantifizierung gebracht. Problematisch ist dies dort, wo Vermögenswerte nicht oder jedenfalls nicht laufend an liquiden Märkten gehandelt werden⁴². An die Stelle des Marktpreises tritt in den Rechnungslegungsvorschriften für solche Finanzanlagen die Bewertung nach Modell (*mark to model*)⁴³. Bewertungsmodelle bestimmen den Wert einer Finanzanlage unter den Annahmen des betreffenden mathematischen Modells. Soweit für einzelne der notwendigen Input-Parameter keine Marktpreise zur Verfügung stehen, treten

³⁸ SCHWEIZERISCHE KREDITANSTALT: 101. Geschäftsbericht, 1957, 27.

³⁹ BANZION BARLEV/JOSHUA RENE HADDAD, Fair value accounting and the management of the firm, *Critical Perspectives on Accounting*, 2003, 383-415, 384 f.

⁴⁰ Dies geht implizit aus IAS 39.9 hervor.

⁴¹ Beispielsweise realisierte die UBS im dritten Quartal 2008 einen Gewinn von 2,2 Mrd. durch bonitätsinduzierte Anpassung ihrer eigenen Verbindlichkeiten. Vgl: „UBS dank Sondereffekten mit Gewinn“, NZZ, 5. November 2008, 21; UBS, Financial Reporting, Third Quarter 2008, 77, abrufbar unter: <<http://www.ubs.com/1/g/investors/topics.html>> (besucht am 7.11.2008).

⁴² FRANKLIN ALLEN/ELENA CARLETTI, Mark-to-market accounting and liquidity pricing, *Journal of Accounting and Economics*, 2008, 358-378, 359, 376 f.

⁴³ IAS 39.48A.

Schätzwerte an deren Stelle. Ergebnis ist ein absoluter Wert, eine Zahl, zu der die betreffende Finanzanlage verbucht wird. Gerade wegen der Absolutheit ihres Ergebnisses können Modellbewertungen einen falschen Eindruck der Gewissheit vermitteln. Dies gilt insbesondere bezüglich der Liquidität des Vermögenswerts. Typischerweise kommt die Modellbewertung erst dort zum Einsatz, wo es an einen liquiden Markt für den betreffenden Vermögenswert fehlt. Modellbewertete Vermögenswerte lassen sich deshalb oft nicht oder jedenfalls nicht rasch verwerten. Diese faktische Illiquidität aber wurde von den Bewertungsmodellen, wie die Erfahrung mittlerweile gezeigt hat, nicht genügend berücksichtigt.

Die meisten Marktteilnehmer waren und sind nicht in der Lage, sich ein eigenes Urteil von der Aussagekraft finanzmathematischer Risikokontrollmodelle zu bilden⁴⁴. Stattdessen verliessen sie sich auf das positive Signal der Regulatoren. Die Eigenmittelvorschriften bildeten seit ihrer Einführung den eigentlichen Kern der bankaufsichtsrechtlichen Prüfung. Aus dem Placet der Regulatoren schloss der Markt darauf, dass die beaufsichtigten Institute angemessen kapitalisiert waren. Die Regulatoren ihrerseits begnügten sich nun allerdings mit einer verhältnismässig distanzierten Prüfung der konkreten Risikomodelle⁴⁵. Konsequenz war ein überschüssendes Signal: Regulatoren bzw. Aufsichtsbehörden bestätigten etwas, von dem sie sich bloss hatten überzeugen lassen, ohne es selbst im eigenen Urteil nachzuvollziehen. Beginnend im Jahr 2007 wurden sich die Marktteilnehmer zunehmend bewusst, dass die Einhaltung der regulatorischen Eigenkapitalvorschriften noch nicht bedeutet, dass eine Bank im Verhältnis zu ihren Geschäftsrisiken auch genügen kapitalisiert ist. Bis zu diesem Zeitpunkt erfüllte die weitaus grösste Zahl der Banken die regulatorischen Eigenkapitalvorschriften. Die Marktteilnehmer waren allerdings nicht länger bereit, auf dieses regulatorische Signal zu setzen und der Gegenpartei zu mehr oder minder risikofreien Zinssätzen Kapital zu leihen. Ausgangspunkt für diesen Meinungswandel dürfte in vielen Fällen eine realistische Analyse der eigenen Bilanz gewesen sein. Die Banken sahen anhand ihrer eigenen Vermögenswerte, insbesondere soweit diese *mark to model* bewertet waren, wie wenig aussagekräftig die resultierenden Werte waren. Sie schlossen daraus auf ähnliche Probleme bei Ihren Gegenparteien, wobei sie mangels Transparenz tendenziell vom schlechtest möglichen Fall ausgingen⁴⁶. Konsequenz war ein Zusammenbruch des Interbankgeschäftes; landläufig gesprochen mangels gegenseitigen Vertrauens, pointiert gesagt im Wissen darum, dass kein Grund zum Vertrauen bestand.

Der Megatrend zu tieferen Eigenmitteln bei gleichzeitig höheren Geschäftsrisiken wäre ohne regulatorische Signale, mit denen die Angemessenheit der Eigenmittelunterlegung laufend bestätigt wurde, nicht möglich gewesen. Insofern ist das Einspringen des Staates nicht bloss Wohltat, sondern Übernahme der Verantwortung für das eigene frühere regulatorische Signal.

G. Konsequenzen

Globale Finanzmärkte sind ohne Regulierung nicht denkbar. Regulierung schafft bei den Marktteilnehmern Erwartungen – was mithin auch gerade ihrer Funktion entspricht. Werden diese Erwartungen enttäuscht, so ist die Reputation des Regulators kompromittiert.

⁴⁴ Hinzu kommt, dass sich einzelne Risikomodelle gar als untauglich herausstellen. „Behind AIG’s Fall, Risk Models Failed to Pass Real-World Test“, Wallstreet Journal, 31. Oktober 2008.

⁴⁵ Exemplarisch sei der Direktor des Sekretariats der EBK zitiert, der anlässlich der Jahresmedienkonferenz im April 2008 darauf hinwies, dass man die Grossbanken ja ausdrücklich nach ihren Expositionen im US-Immobilienmarkt gefragt habe, und darauf einräumte: „Im Rückblick hätte es sich gelohnt, gerade diese Antwort der Bank gründlich zu hinterfragen und die genaue Zusammensetzung der einzelnen Positionen rapportieren zu lassen.“ Ebenso gab der ehemalige Präsident der US-Notenbank, Alan Greenspan, die Fehleinschätzungen in seiner „*hands-off regulatory philosophy*“ zu: „Greenspan Admits Errors to Hostile House Panel“, Wall Street Journal, 24. Oktober 2008: „Those of us who have looked to the self-interest of lending institutions to protect shareholder’s equity (myself especially) are in a state of shocked disbelief“.

⁴⁶ „Die Krise am Geldmarkt“, NZZ, 17. September 2007, 22.

Konsequenz kann in einem ersten Schritt das Einstehen für die erweckten Erwartungen sein. Die Unterstützung der Banken im Rahmen der Finanzmarktkrise lässt sich so als ein Einstehen des Staats für das enttäuschte Vertrauen des Marktes in die Angemessenheit der regulatorischen Eigenmittelvorschriften verstehen.

In einem zweiten Schritt sind die gewählten Regulierungsansätze grundsätzlich zu überdenken. Dabei müssen sich Gesetzgeber und ausführende Behörden der Verantwortung bewusst sein, die der Staat mit seinem regulatorischen Placet übernimmt: Auch der Regulator kann letztlich Erwartungen nicht ungestraft enttäuschen, auch für ihn gelten im Ergebnis die Regeln der Vertrauenshaftung.

Das Ausmass, in dem der Staat im Jahr 2008 Verantwortung zu übernehmen hat, zeigt weiter, dass die Regulierung der Finanzmärkte zu einer der Kernaufgaben des Staates geworden ist. Wirkungsvolle, fokussierte und verantwortungsbewusste Regulierung innerhalb der normalen staatsrechtlichen Regeln und Garantien ist eine Voraussetzung für Finanzmärkte, in denen Private Risiken nehmen und handeln, und nicht der Staat.

Prof. Dr. iur. Hans Caspar von der Crone, Ordinarius für Privat- und Wirtschaftsrecht

Lic. iur. Tatjana Linder, wissenschaftliche Assistentin