

Transparenz und Markteintritt im Börsengesetzentwurf des Bundes

1. Einleitung

Vor dem Hintergrund der tiefgreifenden Umwälzungen auf den nationalen und internationalen Finanzmärkten der letzten Jahre, gemeinhin als finanzielle Revolution bezeichnet, steht in der Schweiz gegenwärtig der Entwurf eines "Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel" (BEHG) zur Diskussion.[1] Der Vorschlag, die bisher kantonale Börsenhoheit auf den Bund zu übertragen, trifft sowohl in politischen Kreisen als auch bei den betroffenen Banken und Börseninstitutionen auf breite Unterstützung.

Die politischen Beweggründe lassen sich vornehmlich aus dem Börsenkrach vom Oktober 1987 und dem "Mini-Crash" im Oktober 1989 ableiten. Insbesondere der "Mini-Crash", bei dem die Schweizer Börsen im internationalen Vergleich überdurchschnittlich nachgaben, warf die Frage auf, ob der schweizerische Sekundärkapitalmarkt aufgrund sy-

stemimmanenter Schwächen einer Neuregulierung bedarf. Eine Tangierung öffentlicher Interessen durch die Tätigkeit der Börsen wird dabei gleich zweifach geltend gemacht: Erstens sei eine Regulierung notwendig, um die Anleger vor Übervorteilungen durch Effekthändler, Emittenten und Marktmanipulatoren zu schützen; zweitens gelte es, die Finanzmärkte im speziellen und die Volkswirtschaft im allgemeinen vor den Auswirkungen von Börsenkrisen zu bewahren, die durch Schwächen des Systems hervorgerufen werden. Diese Ziele des Anleger- und des Funktionsschutzes, auch "neutrale" Ziele des Kapitalmarktrechts genannt, gründen auf einem Postulat der Fairness gegenüber allen Marktteilnehmern, wie dies aus der Insiderregulierungsdiskussion bekannt ist [2], respektive auf einem Postulat der wirtschaftlichen Stabilität.

Demgegenüber macht man sich in Bankkreisen aufgrund der strukturellen Auswirkungen der finanziellen Revolution vor allem Sorgen um die Bewahrung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit des schweizerischen Finanzplatzes. Man erhofft sich von einem Börsengesetz Impulse, die eine weitere Abwanderung der Börsengeschäfte ins Ausland, vorab nach London, verhindern helfen: "... mit der gesetzlichen Ordnung und insbesondere mit den Verordnungen und der Auslegung der Vorschriften (darf) die internationale Konkurrenzfähigkeit des schweizerischen Finanzplatzes nicht beeinträchtigt werden." [3]

* Der vorliegende Artikel basiert auf Teilen meines letztjährigen Forschungsberichts "Braucht die Schweiz ein Eidgenössisches Börsengesetz? Eine mikroökonomische Analyse des Regulierungsbedarfs auf Bundesebene". Für wertvolle Diskussionen und Hinweise danke ich Niklaus Blattner, Martin Hellwig, Bruno Gehrig, Heinz Zimmermann und den Teilnehmern des ESF/CEPR-Sommersymposiums 1992 in Gerzensee. Die Arbeit wurde finanziell durch den Schweizerischen Nationalfonds und den Förderverein des Wirtschaftswissenschaftlichen Zentrums der Universität Basel unterstützt.

Der BEHG-Entwurf des Eidgenössischen Finanzdepartementes (EFD) vom 24. Februar 1993 sieht sich damit polit-ökonomisch drei Kernpostulaten ausgesetzt. Einerseits wird er an den zwei politisch motivierten Forderungen nach Fairness und Stabilität gemessen. Andererseits muss er dem aus Kreisen des betroffenen Finanzmarktsektors formulierten Postulat der Wahrung und Förderung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit gebührend Rechnung tragen. Diese drei Kernpostulate und der in seiner politischen Durchsetzbarkeit an ihnen zu messende BEHG-Entwurf stehen der ökonomischen Forderung nach einer effizienten Gestaltung des Effektenhandels gegenüber. Aus volkswirtschaftlicher Sicht rechtfertigt sich eine Regulierung nur, wenn dadurch die Fähigkeit der Kapitalmärkte, reale Ressourcen in die profitabelsten Verwendungszwecke zu lenken, erhöht wird. Ob zwei der wichtigsten Stützpfiler des BEHG-Entwurfs, die Transparenz- und die Markteintrittsregulierung, dazu beitragen können, die Allokation des Realkapitals über den Primärmarkt, respektive dessen Reallokation über den Sekundärmarkt effizienter zu gestalten, soll im folgenden näher erörtert werden.[4]

Ausgangspunkt der Analyse ist Abschnitt 2, der die Konzeption des BEHG-Entwurfs und die Bedeutung der Transparenz- und Markteintrittsregulierung als wichtige Stützpfiler dieser Konzeption aufzeigt. Abschnitt 3 untersucht, ob die vorgeschlagenen Transparenzvorschriften die gewünschte Steigerung des Anleger- und Funktionsschutzes bewirken. Abschnitt 4 widmet sich der Markteintrittsregulierung und geht auf die Frage ein, ob die vorgeschlagene Gesetzgebung den Wettbewerb unter den Marktteilnehmern fördert. In Abschnitt 5 werden die wichtigsten Aussagen zusammengefasst.

2. Konzeption des BEHG-Entwurfs

Der BEHG-Entwurf des Bundesrates vom 24. Februar 1993 soll ein gewerbepolizeiliches Rahmengesetz schaffen, innerhalb dessen die Börsen und Effekthändler angehalten werden, die angestrebten Ziele des Anleger- und Funktionsschutzes selbstre-

gulierend zu verwirklichen.[5] Ziel ist es gemäss dem Subsidiaritätsprinzip, den Staat nur jene Bereiche regulieren zu lassen, wo davon ausgegangen werden muss, dass die Privaten selber nicht in der Lage sind oder keinen Anreiz haben, den öffentlichen Interessen durch selbstregulierende Massnahmen gebührend Geltung zu verschaffen. Der gewährte Freiraum zur Selbstregulierung soll die zur Wahrung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit notwendige Flexibilität sicherstellen, die eine rasche Anpassung der Institutionen an sich ändernde Strukturen erlaubt.

Der BEHG-Entwurf besteht vereinfachend aus drei, sich teilweise überlappenden Elementen. Das erste Element ist die Effekthändlerregulierung, die alle Intermediäre, die gewerbmässig Wertpapiere handeln, gleichermassen betrifft. Insbesondere wird nicht zwischen an Börsen handelnden Effekthändlern und solchen, die nur ausserbörslich tätig sind, unterschieden. Zweitens sieht der BEHG-Entwurf eine Börsenregulierung vor, die neben der eigentlichen Regulierung des Börsenhandels auch über die Effekthändlerregulierung hinausgehende Anforderungen an die Börsenmitglieder aufstellt. Das dritte Element des BEHG-Entwurfs umfasst Transparenz- und Verhaltensregeln in den Bereichen der Offenlegung von namhaften Beteiligungen und der öffentlichen Kaufangebote.

Die sich aus dieser Aufteilung ergebende unterschiedliche Behandlung der ausschliesslich ausserbörslich tätigen Effekthändler und der über eine Börse handelnden Intermediäre drängt sich aufgrund der geforderten flexiblen Rahmengesetzgebung auf. Will man auf Vorschriften verzichten, die eine bestimmte Marktstruktur implizieren, muss der ausserbörsliche Handel, dessen Regulierung nicht an institutionelle Bindungen geknüpft werden kann, gesondert behandelt werden. Diese Trennung macht sich speziell im Aufsichtsbereich bemerkbar. Im ausserbörslichen Marktsegment wird eine direkte staatliche Aufsicht durch die Eidgenössische Bankenkommission (EBK) vorgeschlagen, die als Eidgenössische Banken- und Börsenkommission zu reorganisieren wäre.[6] Bei der Börsenregulierung zieht das EFD hingegen eine indirekte Lösung

vor. Die Reglementierung und Aufsicht über den institutionalisierten Effektenhandel wird weitestgehend der Selbstregulierung überlassen. Damit dieser Spielraum nicht zu kartellistischen Zwecken missbraucht werden kann, sieht der Entwurf neben der Kontrolle der Selbstregulierung durch die Aufsichtsbehörde verbindliche Mindeststandards vor. Ausserdem sollen liberale Marktzutrittsregelungen die Anfechtbarkeit der Märkte sicherstellen. Ziel ist es, bei der Börsenregulierung "der Selbstregulierung breiten Raum (zu) lassen, Mindeststandards fest[zulegen], die Transparenz (zu) fördern und den Marktzugang offen (zu)halten." [7]

2.1 Zweck des Börsengesetzes

Als Zweck des BEHG werden in Art. 1 der Anlegerschutz und die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit der Märkte postuliert. Der Anlegerschutz soll mittels Transparenzvorschriften für den börslichen und ausserbörslichen Handel verwirklicht werden. Der Entwurf sieht Transparenzvorschriften im Bereich der Journalführungs- und Veröffentlichungspflichten der Effekthändler und Börsen wie auch Publizitätspflichten in den Bereichen der Offenlegungspflichten von Beteiligungen und der öffentlichen Kaufangebote vor. Das EFD geht davon aus, dass in einem transparenten Markt der Missbrauch von Informationsvorteilen durch die Androhung zivil- oder strafrechtlicher Verfolgung verhindert werden kann. Übervorteilungsmanöver können sowohl durch die Anleger als auch durch die Aufsichtsorgane sofort aufgedeckt werden. Ausserdem erhöht nach Meinung des EFD die Markttransparenz die Funktionsfähigkeit des Sekundärmarkts: "Eine ausreichende Information der Marktteilnehmer und eine transparente Marktorganisation stärken den Anlegerschutz, fördern das Vertrauen in die Märkte und tragen damit zur Funktionsfähigkeit bei." [8]

Die Notwendigkeit, im BEHG einen Zweckartikel aufzunehmen, ergibt sich aus dem Rahmencharakter des Gesetzes. Die vielen Delegationsnormen

zwingen zu gesetzlichen Richtlinien als Orientierungshilfe für Behörden und Selbstregulierungsorgane. Aus polit-ökonomischer Sicht ist der vorgeschlagene Zweckartikel aber nicht geeignet, als Leitplanke für Behörden und Marktteilnehmerorganisationen zu dienen. Ohne Nennung der zur Zielerreichung einzusetzenden Mittel erlauben sowohl Anleger- als auch Funktionsschutz die Verfolgung von Partikulärinteressen. Die Gefahr eines "regulatory capture" entsteht. [9]

Etablierte Intermediäre haben immer einen Anreiz, hohe Markteintrittsbarrieren zu errichten, um den Eintritt potentieller Konkurrenten zu verhindern. Werden unkompetitive Barrieren errichtet, kann es zu einer zweifachen Schädigung der Anlegerschaft kommen. Einerseits wird das Angebot an Intermediationsleistungen tieferer Qualität beschnitten, und andererseits können sich oligopolistische Wohlfahrtsverluste einstellen, da die einsitzenden Intermediäre keinem genügenden Wettbewerbsdruck ausgesetzt sind. Für den Fall des selbstregulierten Markteintrittes wurden diese Effekte von SHAKED/SUTTON (1981) und SHAPIRO (1986) theoretisch aufgezeigt.

Auch wenn die Eintrittsregelung von öffentlichen Organen festgelegt wird, ist aufgrund von Informationsproblemen mit zu hohen Markteintrittsschranken zu rechnen. Wir müssen davon ausgehen, dass die Behörden bei der Formulierung der Eintrittsregulierung auf Informationen der etablierten Intermediäre angewiesen sind, die den bereits erwähnten Anreizen unterliegen. In diesem Falle ist es durchaus vorstellbar, dass die einsitzenden Intermediäre die Errichtung von nach aussen vollkommen plausiblen, aber zu hohen Markteintrittsschranken durchsetzen können. Dieses Phänomen wird in der Literatur "regulatory capture" genannt. Beispielsweise lassen sich unter dem Stichwort Funktionsschutz fast alle erdenklichen Markteintrittsbarrieren rechtfertigen, die auf irgendwelchen qualitativen Anforderungen beruhen, in ihrer Auswirkung aber den Interessen der einsitzenden Banken entgegenkommen. So könnte man sich unter dem Deckmantel des Funktionsschutzes übermässige Eigenmittelvorschriften an Börsenhändler

vorstellen, die zum faktischen Ausschluss kleinerer Händler führen.

Im Zweckartikel sollten daher neben den "neutralen" Zielen des Anleger- und Funktionsschutzes auch die vom EFD hauptsächlich vorgeschlagenen Mittel zu ihrer Erreichung genannt werden. Es sind dies die Transparenz- und die Markteintrittsregulierung. Der Zweck des BEHG könnte folglich sein, den Anleger- und Funktionsschutz über die Gewährleistung transparenter und freier Märkte zu verwirklichen.

2.2 Institutionelle Orientierung des Börsengesetzes

Der BEHG-Entwurf deckt nur den sekundären Effektenmarkt ab. Das EFD weist jedoch darauf hin, dass der ausgeklammerte Primärmarkt im Sinne einer umfassenden Verwirklichung des Anleger- und Funktionsschutzes mittelfristig auch regulierungsbedürftig wäre. Bemängelt werden erstens der im Obligationenrecht (OR) geregelte Mindestinhalt des Emissionsprospekts. Gegenüber ausländischen Normen seien die schweizerischen klar unterlegen. Zweitens sei die Schutzwirkung des OR, die erst im Schadensfall zum Tragen kommt, ungenügend. Gewünscht werden Normen zur präventiven Prospektkontrolle. Auf eine Ausdehnung des Geltungsbereiches verzichtete das EFD aber, da der Anleger auf dem Primärmarkt zumindest partiell durch die Bankenaufsicht geschützt ist. Seit dem 1. Januar 1990 ist der Geltungsbereich der Bankenverordnung auch auf Emissionshäuser ausgedehnt worden, womit indirekt ein gewisser Einfluss auf den Primärmarkt ausgeübt werden kann. Zudem können an Emittenten aufgrund des BEHG bei der Kotierung weit über das geltende OR hinausgehende Publizitätsanforderungen gestellt werden.

Das EFD geht mit der Ausklammerung des Primärmarkts den traditionellen Weg im schweizerischen Kapitalmarktrecht. Einzelne, institutionell trennbare Marktbereiche werden in speziellen Gesetzen reguliert, ohne funktionale Zusammenhänge zu

berücksichtigen. Ein einheitliches Regelwerk im Sinne eines Kapitalmarktrechts existiert nicht.[10] Ähnlich zur Praxis in Deutschland und anderen europäischen Ländern wird auf die Feststellung funktionaler Zusammenhänge zwischen den einzelnen Märkten verzichtet. Vielmehr setzt die bestehende Regulierung bei der Rechtsform des an den Kapitalmarkt tretenden oder dort als Effekthändler auftretenden Unternehmens an. Sie wird durch diverse Artikel im Strafrecht ergänzt, die mittels Repression Übervorteilungen der Anleger durch Betrüger und Marktmanipulatoren zu verhindern suchen. Diesem institutionellen Ansatz der Kapitalmarktregulierung steht der beispielsweise in den USA praktizierte Regelungsansatz gegenüber, der am öffentlichen Vertrieb von Effekten anknüpft. Leitmotiv dieser Art des Kapitalmarktrechts ist, dass funktional gleichstehende Marktteilnehmer auch rechtlich gleichermassen zu behandeln und zu beaufsichtigen sind, um regulierungsbedingte Wettbewerbsverzerrungen zu verhindern.[11] Die Marktteilnehmer haben ein Anrecht darauf, mit gleich langen Spiessen zu operieren.

Ungeachtet der Frage, ob im Primärmarkt ein Regulierungsbedarf vorhanden ist oder nicht, hätte man die Gelegenheit einer Neuregulierung des sekundären Effektenhandels auch zu einem überdenken der Konzeption des schweizerischen Kapitalmarktrechts benützen können. Durch die Ausklammerung des Primärbereichs hat das EFD die Chance vertan, diesen prinzipiellen Punkt überhaupt in die Diskussion einfließen zu lassen.

Die Expertengruppe, die den Vorentwurf zum BEHG ausarbeitete, schien sich der Problematik des institutionellen Ansatzes der Kapitalmarktgesetzgebung bewusst gewesen zu sein, hat aber darauf verzichtet, ihn generell in Frage zu stellen. "Die Vielfalt und Komplexität der ... relevanten Gesetze zeigt, dass ein eidgenössisches Börsengesetz nicht genügt, um alle anstehenden Probleme zu lösen. Die entsprechenden Gesetzgebungen können aber in Zukunft zur Lösung der wettbewerblichen Herausforderungen neue Teilbeiträge leisten." [12] Ob der in der Schweiz praktizierte institutionelle Ansatz gegenüber einem funktionalen unterlegen ist, soll

hier nicht weiter erörtert werden. Die Ausklammerung des Primärmarktes dürfte aber unweigerlich zu Abstimmungs- und Abgrenzungsproblemen zwischen den einzelnen, nur bestimmte Marktbe- reiche betreffenden Kapitalmarktgesetzen führen. Rechtsunsicherheiten mit entsprechenden Kosten im Konfliktfall sind kaum zu vermeiden.

Als ein konkretes Beispiel für Abgrenzungsproble- me sei der "graue Markt" erwähnt. Der "graue Markt" bezeichnet den Terminhandel in Neuemissionen, deren Zeichnungsfrist noch nicht abgelau- fen ist. Oftmals ist daher auch von einem "Primär- handel" die Rede, der später, nach der eigentlichen Emission, vom Sekundärhandel abgelöst wird. Ist dieser "graue Markt" dem BEHG zu unterstellen oder nicht? Je nach Wahl des Unterscheidungskri- teriums kann er dem Primär- oder Sekundärmarkt zugeordnet werden. Das EFD schlägt vor, den Pri- märmarkt als Markt mit Mengenanpassung bei gegebenem Emissionspreis und den Sekundärmarkt als Markt der Preisanpassung zu definieren. Nach diesem Unterscheidungskriterium gehört der "Pri- märhandel" zum Sekundärmarkt und wäre folglich dem BEHG unterstellt.

Zusammenfassend lässt sich der BEHG-Entwurf des EFD in seiner Konzeption wie folgt charakteri- sieren. Er stellt ein Rahmengesetz dar, das gemäss dem Subsidiaritätsprinzip der Selbstregulierung und Flexibilität einen möglichst breiten Raum lassen will. Bezweckt wird mit dem Börsengesetz eine Förderung des Anleger- und Funktionsschutzes. Die Flexibilität soll dadurch gewahrt bleiben, dass keinerlei Vorschriften erlassen werden, die eine bestimmte Marktstruktur implizieren. Den kartelli- stischen Tendenzen der Selbstregulierung hofft das EFD durch eine offene Marktzutrittsregelung und den Einbau von Mindeststandards beizukommen. Anleger- und Funktionsschutz werden primär über Transparenzvorschriften angestrebt. Auf eine inte- grierte Neuregulierung des Primärmarktes wird verzichtet. Diese Beschränkung des BEHG auf den Sekundärmarkt dürfte zu Abstimmungs- und Ab- grenzungsproblemen gegenüber anderen Gesetzen führen.

3. Anleger- und Funktionsschutz mittels Trans- parenz

Als Mittel zur Förderung des in Zweckartikel 1 postulierten Anleger- und Funktionsschutzes schlägt das EFD primär die Schaffung einer transparenten Marktorganisation vor. Die dafür erforderliche Information lässt sich in zwei Komponenten gliedern. Erstens beinhaltet sie effektenkursrelevante, materielle Angaben: Was für Realkapital verbirgt sich hinter einem Titel, wer kontrolliert und verwendet es? Materiell in diesem Sinne ist jede Infor- mation über die Geschäftstätigkeit eines Unterneh- mens, die den Marktpreis der Unternehmenseffek- ten beeinflusst oder von der anzunehmen ist, dass sie den Marktpreis beeinflusst. Beispiele von Ge- schäftsentwicklungen, die eine materielle Informa- tion darstellen können, sind Änderungen der Kon- trollverhältnisse, Wechsel im Management, Emis- sionen und andersartige Änderungen der Finanz- oder Rechtsstruktur, Übernahmen und Übernah- meangebote, Innovationen neuer Produktionspro- zesse und Produkte, Kooperationsverträge oder In- vestitionsvorhaben. Die zweite Komponente der transparenzrelevanten Information setzt sich aus Angaben über die Transaktionsbedingungen zu- sammen. Diese "funktionelle" Information versetzt den handelswilligen Anleger in die Lage, sich ein Bild über die Motive der involvierten Transaktions- partner und Intermediäre zu machen. Sie befähigt den Anleger, zwischen Preisänderungen, die durch temporäre Angebots- oder Nachfrageänderungen ausgelöst werden, und Preisänderungen, die durch neue materielle Information verursacht werden, zu diskriminieren.

Das EFD erhofft sich von einer materiell und funk- tionell transparenten Marktorganisation über den Abbau von Übervorteilungsrisiken eine Stärkung des Anlegerschutzes. "Publicity is justly commen- ded as a remedy for social and industrial diseases. Sunlight is said to be the best of disinfectants." [13] Ausserdem betrachtet das EFD Transparenzvor- schriften als "Breitbandantibiotikum" zur Förde- rung des Funktionsschutzes: "Eine ausreichende Information der Marktteilnehmer und eine transpa-

rente Marktorganisation stärken den Anlegerschutz, fördern das Vertrauen in die Märkte und tragen damit zur Funktionsfähigkeit bei.”[14]

Warum sich transparente Sekundärmärkte positiv auf die Funktionsfähigkeit auswirken sollen, wird weder vom EFD noch von dessen Expertengruppe näher erläutert. Die Lauterkeit der Märkte als Regulierungsmotiv ist aber nur dann überzeugend, wenn ohne Eingriffe mit einem Marktversagen zu rechnen ist. Häufig wird argumentiert, dass das Vertrauen in die Integrität des Finanzmarktsystems ein öffentliches Gut darstellt.[15] Jeder Marktteilnehmer kann von der Integrität des Finanzmarktsystems profitieren, ohne einen eigenen Beitrag zu leisten. Wegen dieses möglichen Trittbrettfahrerverhaltens der Marktteilnehmer ist dann nicht mehr garantiert, dass das öffentliche Gut “Integrität des Finanzmarktsystems” ausreichend bereitgestellt wird. Regulierungen, die das Vertrauen in die Integrität des Systems stärken, können in dem Falle als ein Instrument zur Umgehung des Trittbrettfahrerproblems betrachtet werden.

Die Forderung nach mehr Transparenz zur Stärkung der Funktionsfähigkeit des Finanzmarktsystems lässt sich aber indirekt auch aus folgendem Grund rechtfertigen. In transparenten Märkten können Behörden und Aufsichtsorgane ihre Regulierungsinstrumente optimaler einsetzen, da ihre Wirkungsweise vermehrt aufgrund eigener Information überprüft werden kann. Die Abhängigkeit von Fremdinformation, im speziellen von Information der zu regulierenden Marktteilnehmer sinkt. Die Möglichkeiten der Marktteilnehmer, die Wirkungsweise der Regulierungsinstrumente zu ihren Gunsten zu beeinflussen, werden dadurch geringer. Die Gefahr eines “regulatory capture” vermindert sich, was sich positiv auf die Funktionsfähigkeit des Marktsystems auswirkt.

Im Gegensatz zum Funktionsschutz liegt das Motiv für eine transparente Marktorganisation im Bereich des Anlegerschutzes klarer auf der Hand. Transparenz gepaart mit entsprechenden Sanktionsdrohungen für den Fall von Gesetzesverletzungen führt zu einem Abbau von Übervorteilungsrisiken, da der Anreiz, andere Marktteilnehmer auf ungesetzliche

Weise zu hintergehen, fast vollkommen verschwindet. Betrügerisches Verhalten in transparenten Märkten ist fast unmöglich, weil der Betrug von den Betroffenen sofort aufgedeckt werden kann. Ebenso ist es den Behörden und Aufsichtsorganen ohne grossen Aufwand möglich, Gesetzesverletzungen nachzuweisen. Die dafür notwendige materielle und funktionelle Information steht allen zur Verfügung. Übervorteilungsrisiken werden dadurch reduziert und der Anlegerschutz gestärkt.

3.1 Materielle Transparenz

Bei der Formulierung der materiellen Transparenzregeln, die die Verbreitung der effektenkursrelevanten Information festlegen, kommt der Wahl des Zeitpunktes der Informationsveröffentlichung eine entscheidende Rolle zu. Während ein umfassender Anlegerschutz die unmittelbare Veröffentlichung aller materiellen Information verlangt, erweist sich deren befristete Zurückhaltung in gewissen Fällen als notwendig, um ein funktionsfähiges Marktsystem zu garantieren. Zwischen Anleger- und Funktionsschutz besteht ein Zielkonflikt.

Beispielsweise muss ein Unternehmen, das eine Übernahme oder den Kauf einer grösseren Beteiligung plant, durch die vorgängige Bekanntgabe seiner Absicht mit höheren Akquisitionskosten in Form steigender Marktpreise rechnen. Paketkäufe, die allein aufgrund ihrer Grösse Einfluss auf den momentanen Kurs einer Effekte ausüben, können dadurch behindert werden, auch wenn sie zu einer effizienteren Allokation des Realkapitals führen würden. Ebenso können Vertragsverhandlungen über Kooperationen oder Angaben zu Forschungs- und Entwicklungsprojekten in bestimmten Fällen materielle Information darstellen, deren befristete Zurückhaltung aus Konkurrenzgründen gesamtwirtschaftlich sinnvoll sein kann. Eine umfassende und unmittelbare Transparenz ist daher nicht immer erwünscht. Eine Grauzone, in der der Zeitpunkt der öffentlichen Bekanntmachung materieller Information dem Unternehmen überlassen wird, ist unumgänglich.

Als Grundsatz, welche materielle Information wann publik zu machen ist, bietet sich folgende Richtlinie an: Jede materielle Information ist unmittelbar zu veröffentlichen, es sei denn, die unmittelbare Veröffentlichung würde den Geschäftsgang der betroffenen Unternehmung unverhältnismässig beeinträchtigen. Dieser Grundsatz lässt sich über eine Unterteilung der materiellen Information in qualitativ homogene Klassen, die unterschiedlichen Veröffentlichungsfristen unterliegen, umsetzen. Konkret könnten beispielsweise Informationen über Änderungen der Kontrollverhältnisse, die nicht mit einem Übernahmeangebot zusammenhängen, oder Informationen über den Stand der Forschung und Entwicklung einer Unternehmung eine Klasse bilden. Während es kaum Argumente gegen eine unmittelbare Veröffentlichung von Änderungen der Kontrollverhältnisse im Sinne eines öffentlich zugänglichen Aktienregisters gibt, scheint die Möglichkeit einer befristeten Zurückhaltung von Informationen über den Stand der Forschung und Entwicklung angebracht. Diskutabel ist im Falle einer Zurückhaltung von Informationen eine nachträgliche Kontrolle durch Aufsichtsorgane, ob die Unternehmensentscheidung gerechtfertigt war. Eine derartige Umsetzung des Grundsatzes, dass alle materielle Information spätestens dann zu veröffentlichen ist, wenn eine unverhältnismässige Beeinträchtigung des Geschäftsganges einer Unternehmung ausgeschlossen werden kann, trägt dem Zielkonflikt zwischen Anleger- und Funktionenschutz gebührend Rechnung.

Da der generelle Rahmen für die Informationspolitik einer Unternehmung in der Schweiz aber durch das Gesellschaftsrecht gesetzt wird, kann ein Börsengesetz nur bedingt Einfluss auf die materielle Transparenz nehmen. Direkte Auswirkungen auf die Informationspolitik einer Unternehmung sind über Vorschriften betreffend der Kotierung von Effekten, der Offenlegung von Beteiligungen und der Regelung öffentlicher Kaufangebote möglich. Der rahmengesetzliche Charakter des BEHG ermächtigt die Legislative im Bereich der Kotierungsregelungen allerdings nur zu Richtlinien, um den flexiblen Charakter des Gesetzes zu erhalten.

Die tatsächliche Beeinflussung der Unternehmensinformationspolitik erfolgt durch die Aufsichtsbehörde, welche die Kotierungsreglemente auf ihre Gesetzeskonformität hin zu beurteilen hat. Indirekte Auswirkungen des Börsengesetzes auf die materielle Transparenz sind durch Bestimmungen über die Informationsverbreitung zu erwarten. Ein Börsengesetz kann Einfluss auf die Wahl des Informationsmediums und damit Einfluss auf Geschwindigkeit und Abdeckungsgrad der Informationsverbreitung nehmen, indem es Richtlinien für die Informationspolitik von Börsen und Effektenhändlern aufstellt. Die Wirkung eines Börsengesetzes auf die materielle Transparenz darf aber nicht überschätzt werden. Beispielsweise können Informationspflichten im Rahmen der Kotierungsreglemente, die über das Gesellschaftsrecht hinausgehen, zu einer Abwanderung des börslichen in den ausserbörslichen Handel führen. Das Ziel der strengeren Kotierungsvorschriften würde damit verfehlt. Ausschlaggebend für die materielle Transparenz der Finanzmärkte ist das Gesellschaftsrecht.

3.2 Funktionelle Transparenz

Wie bei der materiellen gibt es auch bei der funktionellen Transparenz, die den Anleger befähigt, zwischen Preisänderungen temporärer und permanenter Natur zu unterscheiden, Argumente und Beispiele, die auf Gefahren einer zu umfassenden Gestaltung hinweisen. Wiederum kommt der Zeitspanne zwischen Informationsanfall und -veröffentlichung eine tragende Rolle zu. Eine unmittelbare funktionelle Transparenz kann der Leistungsfähigkeit des Handels abträglich sein.

Diese Erfahrung machten beispielsweise die Aufsichtsorgane der Londoner Börse nach dem "Big Bang" 1986. Die ursprüngliche Regulierung sah vor, dass alle Transaktionen, auch grosse Blockaufträge, sofort zu veröffentlichen seien. Dadurch exponierten sich die Marktmacher gegenüber ihren Konkurrenten, die aufgrund der öffentlich zugänglichen Auftragslage Rückschlüsse auf die Portfolio positionen ziehen konnten und dieses Wissen

gegen den Mitkontrahenten ausnutzen, bei Grosaufträgen oft bereits bevor die Order als Ganze abgewickelt war. Diesem Effekt der unmittelbaren funktionellen Transparenz boten die Marktmacher Einhalt, indem sie für grössere Aufträge keine Geld-Briefkurse mehr stellten. Die Liquidität nahm ab. Die Londoner Regulierungsorgane sahen sich gezwungen, die Zeitspanne vor Veröffentlichung der Aufträge zu verlängern und damit die funktionelle Transparenz zugunsten der Liquidität zu senken.

Auch gegen die immer wieder heftiger Kritik unterworfenen Praktiken des "Front-Running" und Mitlaufens, bei denen die Effekthändler in Kenntnis der Auftragslage eigene Orders vorgängig, respektive gleichzeitig zu den Kundenaufträgen am Markt platzieren, kann mittels einer sofortigen funktionellen Transparenz ein Riegel vorgeschoben werden. Die Befürworter einer Regulierung argumentieren, dass diese Praktiken die Anleger einem Transaktionsrisiko in Form von nicht der wahren Marktlage entsprechenden Preisen aussetzen. Mittels sofortiger funktioneller Transparenz kann dieses Risiko abgebaut werden. Der Informationsvorsprung der Effekthändler über die aktuelle Marktlage verschwindet.

An den Schweizer Börsen verstösst unter der aktuellen Gesetzgebung das "Front-Running" gegen die kommissionsrechtliche Treuepflicht, ein Mitlaufen mit den Kundenaufträgen hingegen ist erlaubt. Angesichts der momentan eher dürftigen funktionellen Transparenz darf allerdings bezweifelt werden, dass die Effekthändler ihrer Treuepflicht in dieser Hinsicht immer nachkommen. Zumindest besteht ein starker Anreiz, funktionelle Informationsvorteile auszunützen. Dieser Anreiz kann mit einer transparenten Marktorganisation stark reduziert werden, da Verletzungen der Treuepflicht einfacher nachzuweisen sind.

Aus ökonomischer Sicht ist allerdings nicht klar, ob eine solche Handhabung exklusiver, kundenspezifischer Informationen volkswirtschaftlich sinnvoll ist. Effekthändler, die ein aktives "Front-Running" oder Mitlaufen betreiben, versorgen den Markt und damit die angeblich als Opfer zu betrachtenden

Anleger mit zusätzlicher Liquidität, die in einem umfassend transparenten Rahmen fehlen würde. Theoretische Modelle zeigen, dass der positive Effekt der zusätzlichen Liquidität den negativen Effekt des Transaktionsrisikos aus einer gesamtwirtschaftlichen Perspektive wettmachen kann.[16] Wiederum scheint eine Herabsetzung der unmittelbaren funktionellen Transparenz und damit des Anlegerschutzes zugunsten der Leistungsfähigkeit des Systems angebracht. Ähnlich wie bei der materiellen Transparenz besteht ein Zielkonflikt zwischen dem Schutz des Anlegers vor Übervorteilungen durch eine transparente Marktorganisation und der Funktionsfähigkeit des Marktsystems.

Im Gegensatz zur materiellen Transparenz, wo der Einfluss des BEHG abhängig vom Gesellschaftsrecht ist, wird die funktionelle ausschliesslich durch das BEHG festgelegt.[17] Wie aus obiger Diskussion klar hervorgeht, kommt bei beiden Komponenten dem Faktor der zeitlichen Abstimmung der Informationsverbreitung eine Schlüsselrolle zu. Die Bekanntmachungsfristen dürfen jedoch nicht im Gesetz selbst festgelegt werden. Wie uns das Beispiel der Londoner Börse lehrt, muss es möglich sein, Transparenzvorschriften rasch an Änderungen der Verhältnisse anzupassen. Die Entscheidung über die Bekanntmachungsfristen sollte daher auf der tiefstmöglichen Regulierungsstufe fallen, um eine flexible Handhabung der Markttransparenz zu ermöglichen.

3.3 Umsetzung innerhalb des Entwurfs

Das EFD setzt die materielle und funktionelle Transparenz über Vorschriften im Bereich der Informationssammlung und -verbreitung um. Vereinfachend lassen sie sich in zwei Bündel unterteilen. Das erste umfasst die Transparenzpflichten der Börsen und Effekthändler. Im Rahmen des BEHG sind Journalführungs- und Veröffentlichungspflichten sowie Mindeststandards für Kotierungsreglemente vorgesehen. Das zweite Bündel an Transparenzvorschriften betrifft Informationspflichten der Inve-

storen bei namhaften Beteiligungen und bei der Lancierung von öffentlichen Kaufangeboten.

Transparenzpflichten der Börsen und Effekthändler

Nach Art. 5.1 müssen die Börsen besorgt sein, einen leistungsfähigen und transparenten Markt zu gewährleisten. Als Rahmenbedingung sieht der Entwurf eine Journalführungs- und Veröffentlichungspflicht vor. Gemäss Art. 6 müssen die Daten geeignet sein, alle Transaktionen der Börsenmitglieder im börslichen und ausserbörslichen Marktsegment zu überwachen und zu duplizieren: "Die Ausnutzung der Kenntnis einer vertraulichen Tatsache, Kursmanipulationen und andere Gesetzesverletzungen" sollen aufgedeckt werden können. Insbesondere haben Börsendaten Zeit, teilnehmende Parteien, Anzahl Effekten und Preis einer Transaktion zu beinhalten (Art. 5.3). Auf Auflagen bezüglich des Zeitpunktes der Veröffentlichung wird verzichtet. Die Festlegung der weiteren Informationsverbreitung überlässt der Gesetzesentwurf den Börsenbetreibern. Einzige Auflagen sind, dass die Verbreitung öffentlich zu geschehen hat und minimal Kurs und Umsatz der gehandelten Effekten umfassen muss (Art. 5.4). Die Transaktionsüberwachung soll folglich im Unterschied zur heutigen kantonalen Regelung in Basel und Zürich nicht mehr von einer staatlichen Person, sondern von der Börse selbst wahrgenommen werden.

Der BEHG-Entwurf sieht von einem Börsenzwang ab. Den Börsen steht es aber frei, für ihre Mitglieder eine Börsenpflicht vorzusehen. Um trotz der fehlenden Börsenpflicht die Markttransparenz vollständig sicherzustellen, schlägt das EFD zusätzlich zu obgenannten börslichen Transparenzvorschriften eine Journalführungs- und Meldepflicht für ausserbörsliche Effekthändler vor. Art. 15 verpflichtet alle Effekthändler, die zur Wahrung der Transparenz notwendigen Meldungen zu erstatten. Die Weiterverbreitung dieser Information bleibt dem Bundesrat vorbehalten. Er entscheidet, welche

Informationen wem in welcher Form zu melden sind.

Für die Kotierungsreglemente der Börsen legt Art. 8 zwei Mindestanforderungen fest. Erstens soll das Reglement Informationspflichten festlegen, welche für die Beurteilung der Eigenschaften der Effekten und der Qualität des Emittenten durch die Anleger nötig sind. Dabei soll einschlägigen ausländischen Normen Rechnung getragen werden. Zweitens hat das Reglement die Handelbarkeit der Effekten sicherzustellen. Ferner bleibt es nach Art. 5.2 der Börse überlassen, ob sie den Handel segmentieren will. Die Kotierungsreglemente können beispielsweise unterschiedliche Publizitätspflichten für Klein- und Grossunternehmen vorsehen.

Transparenzpflichten der Investoren

Das zweite Bündel an Vorschriften im Bereich der Offenlegung von Beteiligungen und der öffentlichen Kaufangebote zielt einerseits darauf ab, mittels Meldepflichten eine Steigerung der Transparenz für Anleger und Gesellschaften über die wahren Besitzverhältnisse von Unternehmen zu erreichen. Andererseits soll dem Anleger ermöglicht werden, Übernahmeofferten in voller Kenntnis der Sachlage zu beurteilen. In beiden Bereichen geht das EFD davon aus, dass die damit verbundenen Informationen die Entscheidung der Anleger und damit die Preisbildung beeinflussen.

Die Offenlegungspflicht betrifft nach Art. 20 alle kotierten Gesellschaften mit Sitz in der Schweiz. Auf eine Ausdehnung der Pflicht auf Klein- und Familiengesellschaften, die nicht kotiert sind, wird bewusst verzichtet, um die "traditionell weiter gefasste Privatsphäre wahren (zu) können." [18] Die Beteiligungen an kotierten Gesellschaften muss der Börse und der Gesellschaft gemeldet werden, wenn die damit verbundenen Kontrollrechte die Schwelle von 5%, 10%, 25%, 33 1/3%, 50% oder 75% erreichen, über- oder unterschreiten. Wichtig ist dem EFD, dass die Offenlegung klare Verhältnisse über die wahren Kontrollverhältnisse gibt. Daher sollen nicht nur die Stimmrechte einzelner Investoren eine

Meldung auslösen, sondern auch alle direkt, indirekt oder in gemeinsamer Absprache mit Dritten kontrollierten Stimmrechte als Grundlage der Beteiligung zählen. Auf eine im Gesetz festgeschriebene Frist, innert der Meldung über veränderte Beteiligungsverhältnisse zu erstatten ist, wird verzichtet. Auch die Frist, innert der die Gesellschaft die Änderung zu veröffentlichen hat, wird im Gesetzesentwurf nicht reglementiert. Beide sollen auf dem Verordnungswege bestimmt werden.

Die Transparenzregeln der Kaufangebotsregulierung betreffen die Leitungsorgane der Zielgesellschaft und den Bieter, der beabsichtigt, einen Teil oder die Gesamtheit der Beteiligungspapiere einer kotierten, der Kaufangebotsregulierung unterworfenen Gesellschaft mit Sitz in der Schweiz zu erwerben.[19] Sie zielen darauf ab, den Aktionären eine Verkaufsentscheidung in voller Kenntnis der Sachlage zu ermöglichen. Der Bieter muss gemäss Art. 23 die dazu erforderlichen Informationen in einem Prospekt veröffentlichen, der vorgängig durch eine anerkannte Revisionsstelle auf seine Gesetzeskonformität hin zu überprüfen ist (Art. 24). Zudem unterliegt der Bieter während eines öffentlichen Kaufangebots gemäss Art. 29 einer gegenüber der allgemein gültigen Meldepflicht verschärften Offenlegungsregelung. Jede Partei, die direkt oder in Absprache mit Dritten über eine Beteiligung von 5% an der Zielgesellschaft oder an einer Gesellschaft, deren Beteiligungspapiere zum Tausch angeboten werden, verfügt, ist verpflichtet, Veränderungen der Beteiligung mitzuteilen. Zusätzlich erhält der Bundesrat nach Art. 29 Abs. 3 die Kompetenz, die Meldepflicht auf Parteien auszudehnen, die einen gewissen, noch näher zu spezifizierenden Prozentsatz an den erwähnten Gesellschaften kaufen oder verkaufen. Die Zielgesellschaft hat nach Art. 27 die Pflicht, den Aktionären einen Bericht vorzulegen, in dem sie Stellung zum Angebot nimmt. Dieser Bericht ist zu veröffentlichen. Alle weiteren Einzelheiten sind gemäss Entwurf auf dem Verordnungswege zu regeln.

Wirksamkeit der Transparenzvorschriften

Die Transparenzregeln, welche die Händler und Börsen betreffen, vergrössern die funktionelle Information der Anleger, während die Regeln im Beteiligungs- und Kaufangebotsbereich auf eine Erhöhung der materiellen Information abzielen. Mit Ausnahme der Regelung für die nicht einer Börse angeschlossenen Effekthändler ist allen gemein, dass die Entscheidung über Umfang und Verbreitungsgrad der zu veröffentlichenden Information bis auf Minimalanforderungen den Marktteilnehmern überlassen wird. Wie in den beiden vorherigen Abschnitten gezeigt wurde, ist dieses Delegationsprinzip sinnvoll. Es stellt sicher, dass Transparenzvorschriften rasch an sich ändernde Marktverhältnisse angepasst werden können.

Die Verantwortlichkeit für die Veröffentlichung der Transaktionsdaten von lediglich ausserbörslich operierenden Effekthändlern wird dem Bundesrat überlassen. Es ist damit zu rechnen, dass sich hier eine Delegation der Entscheidungskompetenz an die Börsen durchsetzen wird, wie dies von der Schweizerischen Bankiervereinigung (SBVg) verlangt wird: "Die keiner Börse angeschlossenen Effekthändler müssen einer in der Schweiz zugelassenen Börse die für die Bedürfnisse des Marktes erforderlichen Informationen melden." [20] Es wäre dann an den Börsenorganen, für deren weitere Verbreitung zu sorgen. Die SBVg betont zu Recht, dass Börsen am einfachsten Vorkehrungen zur Vermeidung von Mehrfachmeldungen und Doppelzählungen treffen können.

Auch wenn damit die im BEHG vorgeschlagenen Transparenzregeln die wichtige Forderung der Flexibilität fast vollständig erfüllen, müssen wir uns daran erinnern, dass im materiellen Bereich der Beitrag eines BEHG stark durch das Gesellschaftsrecht eingeschränkt wird. Zu hohe Anforderungen im BEHG könnten leicht zu einer Abwanderung der Unternehmen vom börslichen in das ausserbörsliche Marktsegment führen. Die materiellen Transparenzregeln würden in diesem Falle ihr Ziel verfehlen. Allzuviel darf in diesem Bereich daher von einem Börsengesetz nicht erwartet werden.

Im funktionellen Bereich hingegen, wo die Transparenz einzig und allein durch das BEHG festgelegt wird, stellt sich die Frage, ob die für die Veröffentlichung vorgeschlagene Ebene der Börsenbetreiber eine effiziente Verbreitung der benötigten Information garantiert. Nebst der Gefahr, dass der zeitliche Faktor der Veröffentlichung falsch gewichtet wird, besteht beim gewählten Weg speziell im rein nationalen Marktsegment, wo kein internationaler Regulierungswettbewerb herrscht, das Risiko der Unter-, respektive Überregulierung.[21] Ferner wird man sich immer fragen müssen, ob die gesetzlichen Vorschriften zur kostengünstigsten Bereitstellung der geforderten Information führen. Wer legt nach welchen Massstäben fest, wie weit die Transparenzvorschriften gehen sollen? Eine umfassende Informationssammlung und -verbreitung mag zwar den Anlegerschutz stärken, aber sie kann auch der Funktionsfähigkeit des Marktsystems abträglich sein.

Als Alternative zu den Börsen als Entscheidungsträger, welche Information wann veröffentlicht werden soll, bietet sich die Anlegerschaft an. Um die Entscheidung an die Anleger zu delegieren, muss allerdings die Beweislast bei Rechtsstreitigkeiten umgekehrt werden. Momentan ist vorgesehen, dass der Anleger im Konfliktfall dem Intermediär ungesetzliche Übervorteilungen nachzuweisen hat. Dies kann er nur, wenn er im Besitz der hierfür notwendigen Informationen ist. Da der Intermediär keinen Anreiz hat, Informationen herauszugeben, die zu einer Verurteilung führen könnten, muss im BEHG und den untergeordneten Verordnungen und Reglementen der Umfang der funktionellen Transparenz genau eingegrenzt werden. Eine flexible Gestaltung der funktionellen Transparenz ist kaum möglich. Dreht man die Beweislast aber um, d.h. muss der Intermediär dem Anleger im Konfliktfall belegen können, dass keine Übervorteilung stattgefunden hat, liegt es im Interesse der Effekthändler und Börsen, genau diejenigen Informationen der Öffentlichkeit zur Verfügung zu stellen, die zur Niederschlagung oder Abwehr von allfälligen zivil- oder strafrechtlichen Verfolgungen notwendig sind. Dadurch ist einerseits sichergestellt, dass genau

die zur Verhinderung von Übervorteilungen erforderliche Transparenz bereitgestellt wird. Andererseits wird die Transparenz kostengünstig zur Verfügung gestellt, da auf Vorschriften, was für Informationen gesammelt und über welche Medien verbreitet werden müssen, gänzlich verzichtet werden kann.

Vermutlich würde der Variante der Beweislastumkehr entgegengehalten werden, dass sie zu unnötigen Rechtsdisputen führe. Anleger könnten mehr oder weniger kostenlos gerichtlich gegen Intermediäre vorgehen. Diese Gefahr kann aber durch eine entsprechende Aufteilung der Verfahrenskosten eingedämmt werden. Der Zürcher Effektenbörsenverein geht in seiner Vernehmlassung kurz auf die Möglichkeit der Beweislastumkehr ein, belässt es aber bei ihrer Erwähnung. Dennoch verdient der Vorschlag eine genauere Betrachtung. Zusätzlich zur effizienten Bereitstellung der funktionellen Transparenz erlaubt die Beweislastumkehr den Banken und Börsen, für verschiedene Marktsegmente unterschiedliche Transparenzregelungen zu erlassen. Wie das Beispiel der Londoner Börse gezeigt hat, muss die Veröffentlichung von funktioneller Information an Marktgegebenheiten angepasst werden können. Erst die Diskriminierung zwischen Gross- und Kleinaufträgen erlaubte eine effiziente, den "trade-off" zwischen Transparenz und Liquidität berücksichtigende Informationsbereitstellung.

4. Marktmacht und Marktzutritt

Die Marktsegmentierung kann für Börsenbetreiber nicht nur, wie eben aufgezeigt, im Bereich der Transparenz, sondern generell von Nutzen sein. Gehen wir davon aus, dass spezifische Handelssysteme oder Kotierungsvorschriften auf bestimmte Effekten oder Anleger besser zugeschnitten sind als andere, kann der Erlass unterschiedlicher Reglemente und Usanzen für verschiedene Klassen von Effekten oder Intermediationsleistungen dem Aufbau kompetitiver Vorteile gegenüber anderen Intermediären oder Börsen dienen. Ein bekanntes

Beispiel ist die Aufteilung des Aktienhandels an den Schweizer Börsen in den sogenannten permanenten und den periodischen Handel. Segmentierungen können allerdings über Spezialisierungen auch zu Marktmacht oder gar Monopolstellungen einzelner Effekthändler oder Börsen führen. Ein Missbrauch der beherrschenden Marktstellung mit entsprechenden Konsequenzen für die Leistungsfähigkeit des Gesamtsystems ist dann nicht mehr auszuschliessen.

Das Rentenabschöpfungspotential scheint aber aus folgenden zwei Gründen bescheiden. Erstens kann entgegnet werden, dass die Monopolmacht einer Börse oder eines Effekthändlers bei nicht allzu hohen Markteintrittsschranken durch den Wettbewerbsdruck potentieller Markteinsteiger beschnitten wird. Ob dieses Anfechtbarkeitsargument allerdings ausreichend ist, darf bezweifelt werden, da Marktmacht und Monopolstellungen meist erst dann entstehen, wenn das betreffende Marktsegment durch Eintrittsbarrieren abgeschottet werden kann. Zweitens bedeuten Monopolstellungen von Börsen bezüglich bestimmter Intermediationsleistungen noch nicht, dass keinerlei Wettbewerb um die Aufträge herrscht. Je nach Gestaltung der betreffenden Handelssysteme stehen an der Monopolbörse mehrere Händler in direkter Konkurrenz zueinander. Ein Missbrauch der Marktmacht ist in diesem Falle nur noch börsenweit möglich. Denkbar sind etwa höhere Börsenplatzabgaben. Weder die Anfechtbarkeit des Marktes noch die allfällige börseninterne Konkurrenz stellen folglich sicher, dass sich Marktmacht nicht negativ auf die Leistungsfähigkeit der Börsen auswirkt.

Marktmacht im Intermediationsbereich kann aber auch positive Auswirkungen haben, die die negativen Folgen der Rentenabschöpfung überkompensieren können. Erstens können marktmächtige Händler oder Monopolanbieter die Suchkosten, die in kompetitiv gestalteten Marktsegmenten hoch sein können, bis auf null reduzieren. Zweitens kann ein Monopol über die Konzentration der Aufträge zu höherer Liquidität führen. Beide positiven Wirkungen der Segmentation können Effizienzverluste aufgrund von Marktmacht überkompensieren. Dies

dürfte speziell in dünnen Märkten der Fall sein, in denen Transaktionen selten stattfinden. In diesen Märkten sind die Suchkosten hoch, und die Liquidität ist niedrig. Eine abschliessende Beurteilung, ob Marktmacht einzelner Händler oder Börsen die Leistungsfähigkeit des Systems vermindert, ist nicht möglich.

Das BEHG kann über die Regulierung des Marktzutrittes und der internen Handelsorganisation mithelfen, allfällige negative Konsequenzen einer Marktsegmentierung oder Spezialisierung zu verhindern. Niedrige Eintrittsbarrieren, die geeignet sind, einen potentiellen Wettbewerbsdruck entstehen zu lassen, beschneiden die Rentenabschöpfungsmöglichkeiten der einsitzenden Intermediäre. Insbesondere in Märkten mit einem hohen Transaktionsvolumen müssen Markteintrittskriterien tief gehalten werden, da in diesen Marktsegmenten die Monopolisierung des Handels kaum zu einem positiven Gesamteffekt führt. Ferner sollten Handelsorganisationen die interne Konkurrenz unter den Mitgliedern einer Börse sicherstellen.

Im Rahmen des BEHG sind folgende Marktzutrittsregelungen von Bedeutung. Art. 3 regelt das Börsenbewilligungsverfahren und Art. 7 das Börsenhändlerzulassungsverfahren. Art. 10 und 11 stellen Mindestanforderungen an Effekthändler. Auf allen drei Marktzutrittsebenen verzichtet der Entwurf auf jegliche Konkretisierung der zu erfüllenden Qualifikationen der Bewerber. Das BEHG überlässt es dem Bundesrat, die Bedingungen auf Verordnungsstufe zu präzisieren.

4.1 Marktzutritt zum börslichen Handel

Als Börse gelten nach Art. 2 alle Einrichtungen, "die den gleichzeitigen Austausch von Angeboten unter mehreren Effekthändlern sowie den Vertragsabschluss bezwecken." Diese funktionale Definition der Börse bietet laut EFD die Gewähr, dass auch rechtlich getrennte Träger, die nur ein Offertstellungs- oder Abschlussverarbeitungssystem anbieten, dem Gesetze unterstellt sind. Gemäss Art. 3 bedarf der Betrieb einer Börse der Bewilligung

der Aufsichtsbehörde, die nach Prüfung der internen Reglemente, der Organisation und fachlichen Qualifizierung der Mitarbeiter auf die Erfüllung der gesetzlichen Pflichten erteilt wird. Das Reglement hat nach Art. 5.1 einen leistungsfähigen und transparenten Markt zu gewährleisten. Vorschriften über den Handelsmechanismus bestehen keine. Für Börsenbewilligungsgesuche ausländischer Personen ist eine einzige zusätzliche Auflage durch Art. 35 gegeben, der das materielle Gegenrecht für Schweizer im Herkunftsland des Gestalters fordert.

Zum Handel an der Börse zugelassen werden nach Art. 7 nur von der Aufsichtsbehörde anerkannte Effektenhändler, wobei das Prinzip der Marktöffnung und der Gleichbehandlung gilt. Es bleibt den Börsen überlassen, ob Mitglieder physisch präsent sein müssen.

4.2 Marktzutritt zum ausserbörslichen Handel

Der BEHG-Entwurf baut in seiner Konzeption auf einer Trennung von Börsen- und Marktteilnehmerregulierung auf. Die Regulierung der Effektenhändler stützt sich folgerichtig nicht auf eine Börsenmitgliedschaft, sondern auf den Status des Effektenhändlers, damit auch die ausserbörslichen vom Gesetz erfasst werden. Als Händler gelten nach Art. 2 alle natürlichen und juristischen Personen und Personengesellschaften, die Effekten gewerbsmässig als Intermediäre kaufen und verkaufen. Die Bewilligung, als Effektenhändler tätig zu sein, erhält jeder, der die in Art. 10 genannten Mindestanforderungen fachlicher, rechtlicher, organisatorischer und finanzieller Art erfüllt. Die Kompetenz, die Bewilligungsanforderungen an ausländische Effektenhändler zu konkretisieren, wird durch Art. 10.4 an den Bundesrat abgetreten. Wie im Falle des Bewilligungsverfahrens für ausländische Börsen gilt dabei nach Art. 35 das Reziprozitätsprinzip.

In Art. 11 werden Verhaltensgrundsätze für die in Art. 10 angesprochenen Mindestanforderungen aufgestellt. Die in den internen Vorschriften festzu-

haltenden Verhaltensregeln sollen unter Berücksichtigung der Geschäftserfahrung des Kunden eine Sorgfalts-, Treue- und Informationspflicht des Effektenhändlers gegenüber seinen Kunden sicherstellen. Die Sorgfaltspflicht schliesst hauptsächlich den Grundsatz der bestmöglichen Ausführung der Kundenaufträge ein, während die Treuepflicht die insbesondere in einem Universalbankensystem immanenten Interessenkonflikte zwischen Anlegern und Effektenhändlern lösen soll. Die Informationspflicht gebietet dem Händler, seine Kunden über die besonderen Risiken einer Transaktion aufzuklären.

Art. 12 regelt die Eigenmittelanforderungen, die ein Effektenhändler zu erfüllen hat. Es bleibt dem Bundesrat überlassen, diese auf dem Verordnungswege zu präzisieren. Einzige Auflage ist, dass "die Risiken, die mit der Tätigkeit der Effektenhändler ... verbunden sind", zu berücksichtigen sind.

4.3 Behandlung der Banken und Nichtbanken

Der Behandlung der Banken und Nichtbanken wird bei der Präzisierung der Markteintrittsbedingungen auf Verordnungsstufe eine entscheidende Rolle zukommen. Insofern als diese beiden Intermediärstypen nicht die gleichen Funktionen ausüben (können), hätte ihre Gleichbehandlung bei Markteintrittsfragen Wettbewerbsverzerrungen zur Folge. Unter der aktuellen Markteintrittsregulierung in Basel, Genf und Zürich scheinen Wettbewerbsverzerrungen gegeben zu sein. Die Zulassungen werden heute von der Börsenkammer, der "Société des Agents de change", respektive vom Effektenbörsenverein erteilt. Allgemein müssen Interessenten fachliche und organisatorische Qualifikationen wie auch finanzielle Forderungen erfüllen. Die Mitgliedschaft beschränkt sich nicht auf Banken. Prinzipiell erhält jede private und juristische Person eine Bewilligung, sofern sie die Anforderungen erfüllt. De facto sind aber an allen drei Börsen als Ringmitglieder nur Banken vertreten. Es erweckt den Anschein, dass die Eintrittskriterien auf Banken zugeschnitten sind. Nichtbanken scheinen kei-

nen Anreiz zu haben, sich ohne vorgängige Änderung ihres gesetzlichen Status um eine Börsenmitgliedschaft zu bewerben. Bei der SOFFEX (Swiss Options and Financial Futures Exchange AG) scheinen dagegen diese Wettbewerbsverzerrungen nicht gegeben zu sein, da sowohl Banken als auch Nichtbanken als Mitglieder eingetragen sind.

Um zukünftige Wettbewerbsverzerrungen in allen Bereichen des Sekundärhandels zu vermeiden, ist eine diskriminatorische Eintrittsregulierung notwendig, die das Spektrum der Geschäftsfunktionen, die ein Intermediär anbietet, mitberücksichtigt.^[22] Eine zentrale Bedeutung kommt dabei den Eigenmittelanforderungen zu. Ein Hauptmotiv für die Regulierung der Eigenmittel von Banken ist der Schutz des Zahlungssystems vor Krisen. Bei Nichtbanken besteht dieser Schutzbedarf nicht oder zumindest nur in sehr abgeschwächter Form. Daher gibt es keinen Grund, an Nichtbanken, die im Effektenhandel tätig sind, die gleichen Eigenmittelanforderungen zu stellen wie an Banken. Die Eigenmittelanforderungen an Nichtbanken sollten sich ausschliesslich an den mit dem Effektenhandel verbundenen Konkursrisiken orientieren und nicht durch den Einbezug effektenhandelsfremder Risiken falsch eingeschätzt werden. Die Eintrittsregulierung muss auf die verschiedenen, am Markt agierenden Intermediärstypen zugeschnitten sein. Der BEHG-Entwurf erlaubt ein derartiges, funktional ausgerichtetes Vorgehen, indem er nur die Gleichbehandlung identischer Marktteilnehmer verlangt. Bei der Präzisierung der Markteintrittskriterien auf Verordnungsstufe wird darauf zu achten sein, dass von dieser Möglichkeit auch entsprechend Gebrauch gemacht werden wird.

4.4 Behandlung ausländischer Bewilligungssuche

Die einzige explizite Eintrittsbarriere, die im BEHG-Entwurf genannt wird, betrifft ausländische Börsenbetreiber und Effekthändler: Art. 35 fordert das materielle Gegenrecht. Begründen lässt sich diese Reziprozitätsklausel wie folgt. Wenn Markt-

teilnehmer unterschiedlichen Zugang zu nationalen Märkten haben, können Wettbewerbsverzerrungen resultieren. Das materielle Gegenrecht sorgt dafür, dass in- und ausländische Marktteilnehmer gleichen Marktzugang geniessen und damit mit gleich langen Spiessen operieren.

Unterschiedliche Offenheit der Märkte würde bedeuten, dass die Marktteilnehmer potentiell nicht das gleiche Spektrum an Intermediationsleistungen anbieten können. Existieren Sortimentserträge, erleiden diskriminierte Intermediäre kompetitive Nachteile. In diesem Falle macht eine Gegenrechtsklausel Sinn, um sicherzustellen, dass das BEHG keinen bestimmten Intermediärstyp bevorteilt. Die Frage, ob es aus theoretischer Sicht im Intermediationsbereich positive Synergieeffekte bei der Produktion grösserer Leistungssortimente gibt, ist umstritten.^[23] Kritisch bleibt die Interpretation der Reziprozitätsklausel durch Aufsichtsbehörde und Bundesrat. Wann wird ein Gegenrecht als materiell eingestuft? Diskriminierende Auslegungen von Art. 35 scheinen durchaus möglich.

Zusätzlich zur Reziprozitätsklausel stellt der BEHG-Entwurf keine weiteren Forderungen an ausländische Marktteilnehmer auf. Es bleibt dem Bundesrat überlassen, die notwendigen Bedingungen per Verordnung zu erlassen. Ob die Schweiz dabei einem "Herkunftslandprinzip" folgen wird, wie es in der Europäischen Gemeinschaft (EG) mit der zweiten Bankendirektive vom Januar 1988 vorgesehen ist, bleibt vorerst offen. Nach dem Herkunftslandprinzip braucht ein Intermediär nur die Lizenz eines der zwölf Mitgliedsstaaten, um in allen Ländern seinen Geschäften nachgehen zu können. Dieses Regulierungsprinzip muss dem "Gastlandprinzip" gegenübergestellt werden, nach dem ein Intermediär machen kann, was er will, solange er die Gesetze des betreffenden Landes erfüllt. Das Gastlandprinzip belässt die Regulierungskompetenz innerhalb des einzelnen Landes. Unter der Herkunftslandregulierung kann ein Intermediär hingegen auf einfachste Weise Regulierungsarbitrage betreiben. Er wählt sich unter den möglichen Ländern dasjenige als Geschäftsdomizil aus, dessen Regulierung ihm am meisten Nutzen verspricht. Dadurch entsteht die

Gefahr eines regulatorischen "Wettbewerbs der Laxheit": Will eine Behörde nicht alle ihre Intermediäre und damit ihre Existenzberechtigung verlieren, muss sie ihre Vorschriften entsprechend den Präferenzen der Effekthändler lockern. Die nationalen Aufsichtsbehörden konkurrieren um die aus der Sicht der Intermediäre laxesten Regeln.[24] Die Markteintrittsliberalisierungen innerhalb des "Big Bang"-Reformpaketes in Grossbritannien dienten beispielsweise nicht zuletzt der Erhöhung der Attraktivität Londons für ausländische Intermediäre. Hingegen können welt- und europaweite Harmonisierungsbestrebungen als Versuch interpretiert werden, die negativen Effekte eines "Wettbewerbs der Laxheit" zu begrenzen. Ein bekanntes Beispiel in diesem Zusammenhang ist die Angleichung der Eigenmittelvorschriften für Banken durch die Bank für internationalen Zahlungsausgleich. Solche Harmonisierungen bergen jedoch immer die Gefahr der Überregulierung, da sie keinerlei Kontrollmechanismus unterworfen sind. Zudem besteht auch die Gefahr, dass die Notwendigkeit einer intermediärsspezifischen, diskriminatorischen Eintrittsregulierung falsch eingeschätzt wird.[25]

5. Zusammenfassung und Schlussbemerkungen

Entsprechend dem BEHG-Entwurf des EFD vom 24. Februar 1993 soll die bisher kantonale Börsenhoheit auf den Bund übertragen werden. Der Entwurf stösst weder in politischen Kreisen noch beim betroffenen Finanzsektor auf namhaften Widerstand. Behörden und Politiker erhoffen sich von einer bundesweiten Börsengesetzgebung eine Förderung des Anleger- und Funktionsschutzes, während Banken und Börsen zum einen eine Stärkung der internationalen Konkurrenzfähigkeit erwarten und zum anderen über ein BEHG innovationshemmende kantonale Regelungen aufheben wollen. Weitere positive Effekte einer einheitlichen bundesweiten Regulierung sehen beide Seiten in der Schliessung bestehender Aufsichtslücken und in der Vereinfachung der internationalen Koordina-

tion und Kooperation im Marktzutritts- und Aufsichtsbereich.

In seiner politischen Durchsetzbarkeit sieht sich der Entwurf folglich den drei Kernpostulaten der Fairness, der Stabilität und der Wahrung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit ausgesetzt. Der Entwurf ist aber in seiner Zielsetzung und Konzeption auch an der ökonomischen Forderung nach einer effizienten Gestaltung der Sekundärmärkte zu messen: Eine Neuregulierung des Effekthandels ist nur gerechtfertigt, wenn dadurch die Fähigkeit der Sekundärmärkte erhöht wird, Realkapital in die profitabelsten Verwendungszwecke zu lenken.

Nach Meinung des EFD soll der Zweck des BEHG die Förderung des Anlegerschutzes und die Gewährleistung der Funktionsfähigkeit der Märkte sein. Ein öffentliches Interesse wird dabei vor allem gegenüber Übervorteilungen der Anleger durch besser informierte Effekthändler geltend gemacht. Das EFD hat sich bei der Ausarbeitung des Gesetzesentwurfs vom Subsidiaritätsprinzip leiten lassen. Die gesetzliche Regulierung soll auf diejenigen Bereiche beschränkt werden, in denen der private Sektor nicht in der Lage ist oder keinen Anreiz hat, die notwendigen Beschränkungen der Handelsfreiheit selbstregulierend vorzunehmen. Entsprechend vielfältig sind die vorgesehenen Delegationsnormen. Kartellistische Tendenzen der Selbstregulierung will man über den Einbau von Mindeststandards und offenen Marktzutrittsregelungen unterbinden. Anleger- und Funktionsschutz werden über Transparenzvorschriften angestrebt. Der Entwurf beschränkt sich auf die Regulierung des Sekundärmarkts. Auf eine integrierte Reregulierung des Primärmarktes wird verzichtet.

Die vom EFD anvisierten Ziele des Anleger- und Funktionsschutzes sollen mittels Transparenzvorschriften umgesetzt werden, wobei eine Nennung des zur Zielerreichung gewählten Instruments unterbleibt. In transparenten Märkten dürften sowohl die Übervorteilungsrisiken geringer als auch die Leistungsfähigkeit des Systems als Ganzes höher sein. Die Transparenzvorschriften können in Interventionen zur Förderung der materiellen und der funktionellen Transparenz unterteilt werden. Zur

materiellen Transparenz gehört jede Information über die Geschäftstätigkeit eines Unternehmens, die den Marktpreis der Unternehmenseffekten beeinflusst oder von der anzunehmen ist, dass sie den Marktpreis beeinflusst. Die funktionelle Transparenz hingegen befähigt den Anleger, zwischen Preisänderungen, die durch temporäre Angebots- oder Nachfrageschwankungen ausgelöst werden, und Preisänderungen, die durch materielle Information verursacht werden, zu diskriminieren.

Die positiven Auswirkungen beider Transparenzkomponenten hängen in grossem Ausmasse von der Zeitspanne zwischen Informationsanfall und -veröffentlichung ab. Es besteht ein Zielkonflikt zwischen der Stärkung des Anlegerschutzes über eine transparente Marktorganisation und der Wahrung der Funktionsfähigkeit des Marktsystems. Eine unmittelbare materielle und funktionelle Transparenz, wie sie ein umfassender Anlegerschutz verlangen würde, kann der Leistungsfähigkeit der Sekundärmärkte abträglich sein.

Die genaue Regelung, wann welche Information veröffentlicht werden soll, darf nicht im Gesetz selbst festgelegt werden. Das Leitmotiv der Transparenzregulierung muss sein, diese Entscheidung auf der tiefstmöglichen regulatorischen Ebene zu treffen. Damit wird sichergestellt, dass mit der notwendigen Flexibilität auf Änderungen der Marktgegebenheiten reagiert werden kann.

Während die funktionelle Transparenz vollumfänglich durch das BEHG festgelegt werden kann, ist der Einfluss des Börsengesetzes auf die materielle Transparenz durch das Gesellschaftsrecht stark eingeschränkt. Würde das BEHG beispielsweise bei Kotierungsreglementen Informationsanforderungen aufstellen, die über das Gesellschaftsrecht hinausgingen, käme es zu einer Abwanderung des börslichen in den ausserbörslichen Handel. Die strengeren Vorschriften würden ihr Ziel verfehlen. Die materielle Transparenz wird weitestgehend durch das Gesellschaftsrecht bestimmt.

Im funktionellen Transparenzbereich, der vollumfänglich durch das BEHG festgelegt wird, stellt sich die Frage, ob die im Gesetzesentwurf vorgesehene Selbstregulierung der Börsen geeignet ist, die

erforderliche Transparenz bereitzustellen. Da die Börsen in ihrer Entscheidung, welche Informationen wann veröffentlicht werden soll, keinerlei Kontrollmechanismen ausgesetzt sind, besteht die Gefahr der Fehlregulierung. Als alternativer Entscheidungsträger bietet sich die Anlegerschaft an. Um die Transparenzentscheidung an die Anleger zu delegieren, muss die Beweislast bei Rechtsstreitigkeiten umgedreht werden. Momentan ist vorgesehen, dass der Anleger im Konfliktfall dem Intermediär Gesetzesübertretungen nachzuweisen hat. Wenn aber umgekehrt der Intermediär dem Anleger seine Unschuld beweisen muss, haben die Börsen und Effekthändler einen Anreiz, genau das Mass an Transparenz bereitzustellen, das notwendig ist, allfällige zivil- oder strafrechtliche Anschuldigungen niederzuschlagen oder gar nicht erst aufkommen zu lassen. Diese Beweislastumkehr garantiert nicht nur eine ausreichende Transparenz, sondern auch eine kosteneffiziente Bereitstellung derselben.

Die den Börsen gewährte Freiheit, ihren Handel zu segmentieren, kann zu Spezialisierungen einzelner Intermediäre und damit zu Marktmacht führen, deren gesamtwirtschaftliche Auswirkung nicht klar abzuschätzen ist. Einerseits können marktmächtige, spezialisierte Intermediäre Renten abschöpfen, was die Leistungsfähigkeit der Börse mindert. Andererseits können Spezialisierungen über die Konzentration der Aufträge zu geringeren Suchkosten und einer erhöhten Marktliquidität führen. Diese positiven Effekte dürften insbesondere in dünnen Märkten auftreten, wo Transaktionen nur sehr selten stattfinden. Werden Marktzutrittsregelungen möglichst niedrig gehalten, so dass einsitzende Händler einem potentiellen Wettbewerb ausgesetzt sind, kann davon ausgegangen werden, dass der positive Effekt der Segmentation überwiegt. Die auf Verordnungsstufe zu präzisierenden Marktzutrittsregelungen und die Aufsichtspraxis werden diesem Aspekt gebührend Rechnung zu tragen haben.

Eine tragende Rolle wird dabei der Behandlung von Banken- und Nichtbankenintermediären zukommen. Insofern als sie unterschiedliche Funktionen ausüben und dadurch unterschiedlichen Konkursri-

siken ausgesetzt sind, muss die Marktzutrittsregelung zwischen diesen beiden Intermediärstypen diskriminieren. Allgemein ist eine Gleichbehandlung nur für Effektenhändler angezeigt, die das gleiche Spektrum an Funktionen ausüben.

Als nachteilig könnte sich erweisen, dass sich das BEHG auf eine Regulierung der Sekundärmärkte beschränkt. Die Ausklammerung des nach Meinung des EFD ebenfalls regulierungsbedürftigen Primärmarkts bringt mit sich, dass funktionale Zusammenhänge zwischen den beiden Märkten in der Regulierung nicht berücksichtigt werden können. Abstimmungs- und Interpretationsprobleme mit entsprechenden Kosten im Konfliktfall sind kaum vermeidbar. Mit dem Vorgehen des EFD wurde die Chance vertan, den schweizerischen, institutionell orientierten Kapitalmarktregulierungsansatz prinzipiell zugunsten einer funktional orientierten Kapitalmarktgesetzgebung zur Diskussion zu stellen.

Fussnoten

- [1] Cf. BOTSCHAFT BEHG (1993).
- [2] Zur Diskussion des Fairness-Postulats in Bezug auf die Insiderregulierungsdiskussion cf. DENNERT (1991).
- [3] EFFEKTENBÖRSENVEREIN ZÜRICH (1991), p. 14.
- [4] Die Frage, ob der Schweizer Wertpapierhandelsplatz überhaupt einer Neuregulierung auf Bundesebene bedarf, wird ausführlich in AERNI (1992) behandelt. Ebenso verzichte ich auf eine Diskussion der in der Vernehmlassung heftig umstrittenen BEHG-Artikel über die öffentlichen Kaufangebote und verweise den Leser auf die ausführliche Analyse in BURKART (1993) zu diesem Themenkomplex.
- [5] Die folgenden Ausführungen stützen sich, wenn nicht anders vermerkt, auf die BOTSCHAFT BEHG des Bundesrates zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel vom 24. Februar 1993.
- [6] Für die EBK spricht die Tatsache, dass die Effektenhändler mit Bankenstatus bereits von ihr überwacht werden. Die Börsentätigkeit der Banken einer anderen Behörde zu übertragen "müsste zwangsläufig zu verwaltungsökonomisch gravierenden Nachteilen führen. Überschneidungen in der Aufsicht, Kompetenzkon-

- flikte sowie Informations- und Reibungsverluste wären die Folgen." (EIDGENÖSSISCHES FINANZDEPARTEMENT (1991), p. 101.)
- [7] EIDGENÖSSISCHES FINANZDEPARTEMENT (1991), p. 38.
- [8] BOTSCHAFT BEHG vom 24. Februar 1993, p. 26., resp. EIDGENÖSSISCHES FINANZDEPARTEMENT (1991), p. 39.
- [9] Cf. STIGLER (1971).
- [10] Einen Überblick zu Begriff und Aufgaben des schweizerischen Kapitalmarktrechts gibt HOPT (1986). Eine ausführliche Beschreibung der aktuellen Regulierungssituation auf dem Sekundärmarkt findet sich in AERNI (1992).
- [11] Für eine genauere Beschreibung der Kriterien zur Abgrenzung zwischen institutionell und funktional orientierter Kapitalmarktgesetzgebung siehe HOPT (1986).
- [12] EIDGENÖSSISCHES FINANZDEPARTEMENT (1991), p. 7.
- [13] BRANDEIS (1914), *Other People's Money and How Bankers use it*, New York, p. 62; zitiert in HOPT (1986), p. 105.
- [14] BOTSCHAFT BEHG vom 24. Februar 1993, p. 26., resp. EIDGENÖSSISCHES FINANZDEPARTEMENT (1991), p. 39.
- [15] Cf. z.B. GOWLAND (1990), p. 45.
- [16] Cf. z.B. FISHMAN/LONGSTAFF (1992), PAGANO/RÖELL (1993), SARKAR (1992) und RÖELL (1990).
- [17] Eine indirekte Tangierung ergibt sich allenfalls beim Bankengesetz. Die Verfolgung von mutmasslichen Straftaten im Rahmen des BEHG bedingen auf nationaler und internationaler Ebene möglicherweise Auskunftspflichten, die gegen das Bankgeheimnis verstossen.
- [18] Cf. EIDGENÖSSISCHES FINANZDEPARTEMENT (1991), p. 62.
- [19] Der BEHG-Entwurf sieht eine freiwillige Unterstellung der kotierten Unternehmen unter die Kaufangebotsregulierung vor (Art. 22). Für eine Diskussion der freiwilligen Unterstellung cf. BURKART (1993).
- [20] SCHWEIZERISCHE BANKIERVEREINIGUNG (1991), p. 37.
- [21] Ob zwischen den verschiedenen Finanzzentren ein Regulierungswettbewerb herrscht, und inwiefern dieser Wettbewerb Unter-, respektive Überegulierungen verhindert, wird in AERNI (1992) ausführlich untersucht.
- [22] Was genau intermediärsspezifische Regulierung heisst, ist in der Fachliteratur umstritten und bedarf der weiteren Analyse. Einige Vorarbeiten wurden im Bereich der Eigenmittelanforderungen geleistet. Cf. z.B. CAROSIO (1990) oder SCHAEFER (1990).
- [23] Cf. GOLDBERG et al. (1991). Für die verwandte empirische Fragestellung, ob in der Schweiz Universalbanken gegenüber spezialisierten Banken überlegen

sind, cf. HERMANN/MAURER (1991) oder SHELDON/HAEGLER (1992).

- [24] Für eine genauere Analyse dieses Phänomens cf. AERNI (1992).
- [25] Als Alternative zur Begrenzung eines "Wettbewerbs der Laxheit" bieten sich Instrumente an, die die Fähigkeit der Anleger erhöhen, zwischen verschiedenen Regulierungsregimes zu unterscheiden. Denkbar sind beispielsweise internationale "Rating"-Organe, deren Aufgabe es ist, unterschiedliche Regulierungsregimes zu bewerten.

Literatur

- AERNI, P. (1992): "Braucht die Schweiz ein Eidgenössisches Börsengesetz?, Eine Analyse des Regulierungsbedarfs auf Bundesebene", Forschungsbericht 4/92, Wirtschaftswissenschaftliches Zentrum der Universität Basel.
- BOTSCHAFT BEHG (1993): Botschaft des Bundesrates zu einem Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz; BEHG) vom 24. Februar 1993, Bern, Eidgenössische Drucksachen- und Materialzentrale.
- BURKART, M. (1993): "Zur Diskussion der Regulierung öffentlicher Kaufangebote. Eine vergleichende Analyse der im BEHG vorgesehenen Übergangsbestimmungen", Universität Basel & London School of Economics, mimeo.
- CAROSIO, G. (1990): "Problems of Harmonization of the Regulation of Financial Intermediation in the European Community", *European Economic Review*, 34, pp. 578-586.
- DENNERT, J. (1991): "Insider Trading", *Kyklos*, 44, pp. 181-202.
- EFFEKTENBÖRSENVEREIN ZÜRICH (1991): Stellungnahme der Zürcher Börse zum Vorentwurf für ein Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel, Zürich.
- EIDGENÖSSISCHES FINANZDEPARTEMENT (1991): Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz; BEHG), Bericht zum Vorentwurf der Expertengruppe zur Ausarbeitung eines Bundesgesetzes über die Börsen und den Effektenhandel, Bern.
- FISHMAN, M.J. and L.A. LONGSTAFF, (1992): "Dual Trading in Futures Markets", *Journal of Finance* 47, pp. 643-671.
- GOLDBERG, L. et al. (1991): "Economies of Scale and Scope in the Securities Industry", *Journal of Monetary Economics* 13, pp. 393-405.
- GOWLAND, D. (1990): "The Regulation of Financial Markets in the 1990s", Hants, Edward Elgar.
- HERMANN, W. and M. MAURER (1991): "Kostenvorteile im schweizerischen Universalbankensystem", *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik* 127, pp. 563-578.
- HOPT, K. (1986): "Schweizerisches Kapitalmarktrecht - Begriff, Aufgaben und aktuelle Probleme", *Wirtschaft und Recht* 38, pp. 101-129.
- PAGANO, M. and A. RÖELL (1993): "Front Running and Stock Market Liquidity", in: Conti und Hamai (Hrsg.): *Financial Markets' Liberalisation and the Role of Banks*, Cambridge, Cambridge University Press.
- RÖELL, A. (1990): "Dual Capacity Trading and the Quality of the Market", *Journal of Financial Intermediation* 1, pp. 105-124.
- SARKAR, A. (1992): "The Regulation of Dual Trading: Winners, Losers and Market Impact", Working Paper, University of Illinois at Urbana-Champaign.
- SCHAEFER, S.M. (1990): "The Regulation of Banks and Securities Firms", *European Economic Review* 34, pp. 587-597.
- SCHWEIZERISCHE BANKIERVEREINIGUNG (1991): Börsengesetz. Vernehmlassung der Schweizerischen Bankiervereinigung zum Vorentwurf für ein Bundesgesetz über die Börsen und den Effektenhandel (Börsengesetz; BEHG), Basel.
- SHAKED, A. and J. SUTTON (1981): "The Self-Regulating Professions", *Review of Economic Studies* 48, pp. 217-234.
- SHAPIRO, C. (1986): "Investment, Moral Hazard and Occupational Licensing", *Review of Economic Studies* 53, pp. 843-862.
- SHELDON, G. and U. HAEGLER (1992): "Economies of Scale and Scope and Inefficiencies in Swiss Banking", Universität Basel, mimeo.
- STIGLER, G.J. (1971): "The Theory of Economic Regulation", *Bell Journal of Economics and Management Science* 2, pp. 3-31.